全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

business

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

Learning the Art of Investing through the Missteps of Legendary Investors

《福布斯》年度五大投资类好书之一

亿万美元的错误

来自世界顶级投资者的忠告

[美] 斯蒂芬·韦斯（Stephen L. Weiss）◎著 李丹青◎译

他们都是亿万富豪级的投资者
他们都是世界上最聪明、最老练且最成功的投资者
而他们同样犯下了最为昂贵的错误

中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

Learning the Art of Investing through the Missteps of Legendary Investors

亿万美元的错误

［美］斯蒂芬·韦斯（Stephen L. Weiss）◎著
李丹青◎译

中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

亿万美元的错误 /（美）韦斯著；李丹青译．—北京：中国人民大学出版社，2015.4

ISBN 978-7-300-21021-6

Ⅰ.①亿…　Ⅱ.①韦…　②李…　Ⅲ.①投资—基本知识　Ⅳ.① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 057809 号

上架指导：金融投资 / 个人理财

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京市盈科律师事务所　崔爽律师
张雅琴律师

亿万美元的错误

［美］斯蒂芬·韦斯　著

李丹青　译

Yiwan Meiyuan de Cuowu

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	**邮政编码**	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511770（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京中印联印务有限公司		
规　　格	170 mm × 230 mm　16 开本	**版　　次**	2015 年 4 月第 1 版
印　　张	16.5　插页 1	**印　　次**	2015 年 4 月第 1 次印刷
字　　数	246 000	**定　　价**	52.90 元

版权所有　　侵权必究　　印装差错　　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A. 瑞典语　B. 挪威语　C. 希腊语　D. 爱尔兰语

6. 对冲基金巨头、欧米加顾问公司掌门人利昂·库珀曼曾惨遭公司内部自己最信任的人克莱顿·刘易斯和维克托·科泽尼的联手欺诈，想要购买阿塞拜疆国家石油公司，而这一起虚构的投资项目的始作俑者科泽尼的绰号是什么？
A. 华尔街教授　B. 布拉格海盗　C. 普林斯顿王子　D. 巴哈马盗贼

7. 普泽纳投资管理公司创始人理查德·普泽纳一直秉持着深挖价值标的的投资理念，他是在投资哪种行业的股票时使自己的公司在 2008 年资产价值下降了 46%？
A. 金融股　B. 计算机股　C. 消费股　D. 航空股

8. 杰夫·格兰特是培洛顿合伙公司的创始人之一，该公司于 2008 年 2 月向公众宣布清算其旗下哪种基金？
A. 宏观基金　B. 交易所买卖基金　C. ABS 基金　D. 微观基金

9. 德国亿万富翁阿道夫·默克尔因在投资中采取了哪种策略从而损失惨重，甚至由于压力过大，最终卧轨自杀？
A. 购买买方期权　B. 购买卖方期权　C. 投资交易所买卖基金　D. 卖空

10. 克里斯托弗·戴维斯是家族性企业戴维斯精选顾问公司的董事长，他承认对美国国际集团的投资是公司有史以来所犯的最严重的错误，而他的哪位亲戚曾投资过该公司呢？
A. 他的父亲　B. 他的祖父　C. 他的曾祖父　D. 他的叔叔

扫码关注“庐客汇”，回复“亿万美元的错误”，即可获得本测试题答案！看看对于这些曾犯下价值亿万美元错误的顶级投资者，你了解多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些顶级投资者你了解多少？

1. 被誉为“金融巫师”的柯克·克科里安对于美国汽车业曾充满了投资热情，他一次又一次地进军汽车业，到头来他的投资成功率从 1 下降至 0.25，是在投资哪家汽车公司时，他遭受了巨额的损失？

   A. 克莱斯勒汽车公司　B. 福特汽车公司
   C. 通用汽车公司　D. 戴姆勒 - 奔驰汽车公司

2. 全球最杰出的私募股权投资人之一大卫·邦德曼是得克萨斯太平洋集团的联合创始人，他掌管的这一集团旗下包括航空业、赌博业、餐饮业、电影业等众多公司，该集团在 2002 年将下列哪家大家所熟悉的快餐店收入囊中？

   A. 麦当劳　B. 德克士　C. 汉堡王　D. 肯德基

3. 切萨皮克能源公司首席执行官奥布里·麦克伦登对巨大的商机有着敏锐的捕捉能力，他不仅是个地地道道的石油商，还是 NBA 哪支球队背后的东家之一？

   A. 洛杉矶湖人队　B. 俄克拉何马雷霆队　C. 达拉斯小牛队　D. 休斯顿火箭队

4. 对冲基金界传奇人物亿万富翁比尔·阿克曼是哪种类型的投资者？

   A. 维权投资者　B. 主动投资者　C. 被动投资者　D. 激进投资者

5. 出生于交易世家的尼古拉斯·马奥尼斯是对冲基金公司不凋花顾问公司（Amaranth Advisor）的创始人，他之所以给自己的公司如此命名，是因为在哪种语言中，Amaranth 代表着“不凋谢”的意思，从而象征着他对自己公司的期望？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以给我这些英雄们所拥有的一切：保时捷、体育才能、漂亮的女人、豪华公寓以及支付这一切所需要的钱。

最终，我到达了华尔街。尽管一路走来绕了不少弯路，刚到达时我还做了一些调整，但在华尔街工作不仅令人兴奋而且能实现我的理想，它还以许多方式让我的人生变得非常充实。其中一个主要的方式就是我从中吸取了大量经验教训，而这些经验是我从别人犯的错误以及自己所犯的错误中总结出来的。

我第一次犯错是在自己首次进行投资的时候，那时我还没有到华尔街工作。我购买了爱迪生联合电气公司（Con Edison）的100股股票，这是一家巨型电力公司，为整个纽约市及其他一些地区提供电力。这笔投资看起来非常安全，收益也很可观，是我学习投资的一个好机会。在获得了几个点的收益率后，我将股票卖了出去，这是我的第一笔交易。这就好比你首次参与赌马博彩就赢钱了一样，于是你开始认为投资很简单，而自己很聪明。然而事实是，当时市场正处于牛市，所以我买任何一只股票都有可能获得较高的收益，但当时的我并不清楚这一点，因此开始寻找另一只能大赚一笔的股票。有人建议我去买博彩公司凯撒世界（Caesar's World）的股票，这一次我投入了更多的钱，我认为自己真是一个天才。但是，没有牛市头脑的我犯了一个经典的错误——我在股票涨到预期价格时将其卖掉了，只获得了预期的利润。而当凯撒世界的股票越涨越高时，我只能站在一旁，像个傻子一样观望。

我从这次经历中吸取了一个非常基本的教训：**在面对交易和投资的诱惑时要保持谨慎**。在接下来的日子里，我又以多种方式温习了这个教训。

不容错过的机会是可以错过的

本书收录了世界上许多最聪明、最老练且最成功的投资者犯的一些代价极其高昂的错误。如果我从他们损失的金额中去掉几个零的话，那实际上也是我的朋友和亲戚常犯的错误。我敢打赌，你也曾犯过这样的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶级投资者也会犯错

> 那些不吸取前车之鉴的人注定将重蹈覆辙。
>
> 乔治·桑塔亚纳 |George Santayana| 1905 年

和许多人一样，我开始对投资感兴趣是因为希望自己能变得富有。13 岁时，我的父母离异了，我和哥哥与母亲一起生活，住在纽约著名的东六十街（East Sixties）上的一座公寓里。那时曼哈顿的房租并没有现在这么贵，这令我们感到非常庆幸，因为当时我们实在没多少钱。那座公寓里面住着许多女乘务员和职业运动员。这些年轻的女乘务员能合理地安排各自的时间，以使得她们的合租公寓在任何时候都显得不是很拥挤。而那些职业运动员当时获得的薪资待遇并不是很好，在赛事比较少的时候，他们似乎都去做股票经纪人来赚外快了，这样他们才能有钱去和那些女乘务员约会。对一个酷爱运动的十几岁的少年来说，这里简直就是我的乌托邦。

对我来说，这些运动员邻居似乎拥有一切——当然，他们拥有我所想要的一切。比利·马西斯（Billy Mathis）是美国橄榄球超级杯冠军纽约喷气机队的后卫，他是一个聪明人，正在为足球职业生涯结束后去经纪公司工作做准备。另一个运动员看起来比我年长，不过也可能还没超过 30 岁，他有一辆崭新的保时捷，每周换一个漂亮的女朋友，没事的时候就跟公寓里的其他运动员一起闲逛。我问马西斯，那个家伙在做什么工作，马西斯告诉我说他在华尔街工作。当时，我并不知道要如何到达华尔街，但是我知道那里是自己的目的地。我确信，华尔街也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地改变人的个性。金钱会使人们做出一些匪夷所思的事——即便是聪明人，甚至是非常富有的聪明人，有时候金钱也会让他们犯下损失惨重的错误。

避免错误，投资中的关键

本书主要介绍了顶级投资者，也就是那些非常富有且聪明的投资者犯下的代价高昂的巨大错误。除了投资伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）基金的人之外，本书提及的其他犯下价值亿万美元错误的人不是职业投资经理，就是身家亿万的企业家。他们的错误不仅使其遭受了巨大的损失，而且改变了他们的职业生涯。有些人能够继续管理巨大的资产池，但另一些人却只能拼命挣扎着去重建自己的声誉，其中一个人甚至通过自杀来抹去或者是避免自己失败的经历。

为什么要探究这些非常富有的投资者犯下的错误呢？原因很简单：这样你才可能避免去犯这些错误。事实上，尽管这些错误是由极其成功且著名的专业人士犯下的，但它们都是常见的投资错误——普通投资者每天都有可能犯下这些错误，唯一的区别只是损失大小不同罢了。

正是这种区别让《亿万美元的错误》成了一本视角独特的投资书。**它不是那种“像我这样做，你就会变得富有”一类的书，而是“不要像我这样做，你才会变得富有”这样的书。**

这两者之间的区别非常大。书店的书架上摆满了投资指导方面的书，它们告诉你成功的投资者的投资习惯和做法。也许没有比沃伦·巴菲特更成功的投资者了，但即便是他也不会每次投资都能成功。实际上，尽管无法作出精确的测量，然而传统投资智慧认为，最好的投资经理投资成功的概率也只有60%。而单个投资者遭受损失的概率则几乎和他获得成功的概率一样高。因此，我们有理由认为，避免错误是在投资市场中赚钱的关键。那么避免错误的基本方法是什么呢？了解这些顶级投资者在什么地方做错了，然后尽量让自己不掉进同样的陷阱中，这样你就会逐渐成为一个更好的投资者。师从一位让这个学习过程变得非常有趣的教师——阅读本书吧，你将会感到很快乐，因为在选取每一个故事时，我不仅考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的一位亲戚对蓝筹股以及与他合作多年的沉闷的经纪公司感到非常厌烦，于是他被一名有着“神童”之称的股票经纪人吸引住了。毕竟，这名股票经纪人开着一辆劳斯莱斯，而且只为精英客户服务。因此，我的这位亲戚转移了他的账户，但是后来他一分钱都没有赚到，而且还亏了钱。从他的经历中，我得知，良好的人际关系、豪车和名人客户等都不能保证你的投资判断是正确的。

其他人给你推荐的投资机会也是这样，尤其当“其他人”是你的家人时。我继父的儿子推荐他去做一项投资，说那是一个不容错过的机会。另外，他还和他儿子的一个最好的朋友一起投资。我继父几乎为此倾尽了所有，到头来这项投资却是一场骗局，他们损失了几百万美元，其中包括我继父的所有财富和我母亲的一些积蓄。由此可见，**“不容错过”的机会是可以错过的，那些令人难以置信的绝佳机会很有可能是不真实的。而明智的做法是，当涉及投资时，不要顾及任何人际关系。**

类似的故事在其他的地方不断地重演。当我最终真的变成了一名专业投资者时，我自然而然地就成了家里的股票专家，家人频频打电话向我咨询投资方面的事，我一一拒绝了他们。然而，最后我在母亲的软磨硬泡下败下阵来，建议她购买某家公司的股票，结果这只股票的价值缩水了。因此，直到一年之后，她才再次要求我给她提供建议，但我却再也没有答应她的要求。在随后的几年中，每当母亲提醒我，当年她要我给她买一张贺卡作为母亲节礼物而我没有买时，她就会顺便抱怨我曾给她提出的那个糟糕的投资建议。这难道不是一次教训吗？不要代表朋友或亲人投资，也不要给他们提供任何投资建议，告诉他们去咨询其他专业人士，这样就会使你的感恩节过得更舒服一些。

被经纪人喜欢寻求刺激的个性所诱惑、不容错过的机会结果却是一场骗局、为家人精心挑选的股票的价格最终却下降了……这些错误并不仅仅发生在我的家中。在阅读本书的过程中，你会发现这些错误在不断重复——只是故事的主角不同，遭受的损失大小不同，但他们同样都犯了大错。

我认为，可以得出的结论就是，与其说金钱是迷幻蘑菇，不如说它可以潜在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是我人生中的一件大事，而因为这件事我想放弃在雷曼兄弟公司的工作，多花点时间陪陪家人，暂时做些别的工作。于是，我离开了华尔街，并在离家只有 1.6 公里的地方创建了一家对冲基金公司。一段时间后，我离主流世界“华尔街”的距离越来越远了，也错过了华尔街的拥挤和忙碌。尽管如此，就像本书中的很多人一样，希望在更广阔的世界中投资的激情又把我拉回了华尔街。

在华尔街的奇幻旅程中，我认识了一些最成功、最具影响力以及经历最丰富多彩的投资者。我和一些知名投资公司的内部员工建立起了较好的关系，如老虎基金管理公司（Tiger Management）、索罗斯管理公司（Soros Management）、欧米加顾问公司（Omega Advisor）和金顿资本管理公司（Kingdon Capital Management）。另外，我还曾和沃伦·巴菲特、卡尔·伊坎（Carl Icahn）和布恩·皮肯斯（T. Boone Pickens），以及许多投资界的名人一起开会商讨投资事宜，也和来自世通公司（WorldCom）的伯尼·埃伯斯（Bernie Ebbers）以及安然公司的杰夫·斯基林（Jeff Skilling）和肯·莱（Ken Lay）一起共度过一段美妙的时光。

我承认，自己习惯听从亿万富翁在其传奇的投资生涯中对投资的判断。我认为，如果一个人非常聪明，赚了 10 亿美元这么大一笔钱（即便 10 亿美元不像过去那么值钱了），这个人也值得我敬佩。事实上，开会的时候只要有富翁在场，我就从来不会离席片刻。我会想：“这个家伙真幸运！他怎么就能赚到 10 亿美元呢？”事实上，他们每个人都有自己非常独特的地方，而只需一刹那你就可以知道他们的独特之处了。

当然，他们犯错的原因也非常独特。

专业投资者犯下的“最美丽”的错误

本书将会为你介绍一系列个性鲜明的人物：从所谓的“布拉格海盗”到华尔街上最杰出的神学院的学生；从最终变成了世界上最富有的人之一的贫穷的葡萄农的儿子到另一个世界富翁——出生于名门望族且社交广泛的州长、美国议员的侄孙；从一个被誉为“神童”的人到一个经常不予置评并且因其深入而广泛的研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了它的经验的可移植性，而且考虑了它的趣味性。

1934 年，当别人问俄亥俄州立大学橄榄球队具有传奇色彩的教练弗朗西斯·施密特（Francis Schmidt）打算如何击败主要的竞争对手密歇根州立大学橄榄球队（十大联盟学校之一）时，他回答说："那些家伙每次穿裤子的时候一次只穿一条裤腿吧，其他人也这样。"密歇根州立大学橄榄球队的队员们确实是这样做的。他们穿的裤子也许是由世界著名男装品牌的创始人埃芒尼吉尔多·杰尼亚（Ermenegildo Zegna）设计的，但是他们同样会作出错误的判断、进行错误的计算，同样也会失误，就像你我一样。而他们这样做仅仅是为了赚更多的钱。

从亿万富翁的投资生涯中获取判断

读者可能要问，我有什么资格来探究这些价值亿万美元的错误以及犯错的这些人。我曾告诉过你，我是如何走入华尔街的。截至目前，我已经在那里工作了近 1/4 个世纪了。我拥有娱乐管理方面的经验，也接受过如何成为一名税务律师的相关培训，这些经历并非对我写这本书毫无帮助。而我的职业生涯的大部分时间都是在金融业内最著名的投资银行度过的，其中包括奥本海默公司（Oppenheimer & Co.）、所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）和雷曼兄弟公司。的确，雷曼兄弟公司因为种种巨大的错误而破产了，但是我和这些错误没有关系。此外，我也领导过研究部门，管理过股权交易，还曾在对冲基金公司赛克资本（SAC Capital）工作过——在那里，我是管理团队中的一名资深成员，并且管理着自己的少量基金。我承认自己热爱交易的能量和复杂性，对股票上瘾，还是市场的学生。

2001 年 9 月 11 日，当时我正在雷曼兄弟公司工作，并预订好了联合航空 93 号班机的机票准备前往旧金山。在最后一分钟，我决定推迟那趟旅行，在雷曼兄弟公司纽约总部的办公室里集中精力完成手头最紧急的工作。你肯定知道这趟班机后来发生了什么。联合航空 93 号班机在宾夕法尼亚州的乡间坠毁。而在纽约，倒塌的世界贸易中心大厦切断了我们公司办公室的墙壁。谢天谢地，当时我已经疏散了我的员工和同事，我们都逃了出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声音不大，几乎不带任何情绪。毫无疑问，这会让他的同事们听起来非常舒服。他说话既富有逻辑，又充满智慧。只要一挂断电话，纽约那边的事就似乎已经解决了。当我们在小岛上放松和娱乐时，普泽纳也和我们一起。这并不是因为他对自己辛辛苦苦白手起家创办的公司的股价变动毫不在乎，而是因为他知道如何管理公司——查明事实、弄清事实的含义，然后再决定采取适当的行动。普泽纳打算按步就班地行事，并且坚持做他这么多年来一直做得非常成功的事。他不会让那些正在售卖股票的人的情绪左右自己。这似乎是最专业的投资者的经营之道：他们认为股价并不能一直反映公司的基本面。

请不要产生误解，他们都对投资满怀热情。我第一次遇见利昂·库珀曼（Leon Coorperman）时，他对我说："如果我们同时在街上看见一枚 5 美分硬币，为了先捡到它，我会和你打一架。"我相信他说到做到。而由于他的投资记录表明，在大多数冲突中他都能获胜，所以我不会为了这 5 美分硬币和他打一架。如果某个地方有钱可赚，库珀曼肯定是第一个赚到钱的人。他比我认识的任何一个人都更积极地保护自己的资本。

正如本书中提到的很多人一样，作为一名杰出的价值投资者，库珀曼也显示出了身家亿万的投资者或企业家具有的那种出人意料、令人难以捉摸、非常直率且善变的性格特征，其他人很难约束他们的想法，更不用说对其进行预测了。几年之前，犹太联合募捐协会（United Jewish Appeal）授予了库珀曼"年度慈善家"的荣誉称号。而在这之前的那年，这一荣誉称号被授予了伊万·博斯基（Ivan Boesky）这个臭名昭著的套利者，后来他因违背了内部交易规则而被捕入狱。博斯基承诺给慈善机构捐款 100 万美元，这一数目似乎达到了预期标准。在库珀曼被授予荣誉称号的那天，所罗门兄弟公司的交易大厅中举办了一场高风险的办公室竞猜——竞猜库珀曼为慈善机构的捐款数额是高于还是低于博斯基承诺的 100 万美元。我记得，一天下来，双方的赌注都累积到了 1 万美元左右。

我相信库珀曼最终捐赠了 40 万美元，这是一笔非常慷慨的数目，但显然它无法和博斯基承诺的 100 万美元相比。对这一结果，我非常高兴，我在所罗门兄弟公司的竞猜中押对了赌注。然而，我作出这种猜测并不是因为我认为库珀曼非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究而出名的成熟的投资者。

在这些投资者中，大多数人都为本书的完成接受过采访。在相关章节中，我会直接引用他们的原话。有些人非常乐意分享自己的经历，不管其是否会被写进书中。而有些人则只有在我明确表示，不管他们是否合作，他们的故事都会被写进本书时，他们才会同意说点什么。另外，在写作本书的过程中，我还采访了其他一些人，以确保了书中故事的真实性。几乎所有这些人都对他们的故事将会被写进书里表示很感兴趣，他们相信，让别人吸取他们的经验教训是件好事，这样他们才能帮助单个投资者提高收益、降低风险，并避免重犯他们犯过的错误。

我赞赏他们的合作精神。毕竟，没有人喜欢谈论自己的错误，尤其是价值亿万美元的错误。另外，考虑到这些人所从事的职业，公开讨论自己的失败经历以供现有的或潜在的客户来阅读与此相关的故事，是一种非常勇敢的行为。

从某种程度上来说，这些亿万富翁的合作或者是不情愿合作都与这些年来我对他们的观察结果是一致的。尽管他们中的大多数喜欢咨询自己的法律顾问，喜欢收集尽可能多的信息，但最终却心甘情愿地——准确地说，是固执地坚持自己的决策。他们拥有非常敏锐的直觉，然而只在做足了功课之后才会激活自己的直觉。对于那些准备没有他们充足的人，他们缺乏耐心；对于那些不愿和他们付出同样努力的人，他们则决不能容忍。一般而言，对于那些没有抓住第一次机会，用自己的行动、智慧以及判断力打动他们的人，他们不愿再给第二次机会。然而，他们都是魅力十足的人，如果愿意，他们甚至可以把猴子手中的香蕉夺过来。

有一段时间，我和妻子及一群朋友曾在加勒比海的一个小岛上度假，其中就有本书讲到的理查德·普泽纳（Richard Pzena）。普泽纳是华尔街上最耀眼的投资者之一，也是最为成功的一个。来度假的前几天，他的公司上市了，卖空者一直对他穷追不舍。因为有谣言称，他的公司的股票面临着巨大的压力，曾一度下跌了将近 20%。

我们对此事一无所知，仅仅看到普泽纳一直在打电话，和工作人员保持联系。对于任何一个精力充沛的商务人员来说，这都是一件预料之中的事。他打电话时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在获得通用汽车大厦，为了完成这笔交易，他借了不少钱。

麦克洛因为判断失误而损失了几十亿美元，而这与在需要偿还高额的按揭贷款时，潜在的购房者想拥有刚刚建成的房子并进行过度举债有什么区别呢？难道不正是这种不当的行为让全球经济在 2008 年陷入混乱的局面吗？事实上，给麦克洛提供资金的公司已经取消了他的财产赎回权。2009 年，当美国的取消赎回权率达到历史新高时，拥有新房子的购房者被赶上了大街。这两个错误其实是同一类型的，只是规模大小不同罢了。而如果连麦克洛这位具有传奇色彩的纽约房地产商都会犯下这么大的错误，谁又不会呢？

我们可以从麦克洛的错误判断中学到什么？是什么让他违背了低价买入，高价卖出的投资原则来做决策，并购买了通用汽车大厦？他是怎么想的？他的想法究竟错在哪里？本书会给你提供这些问题的答案，从真实的案例中剥离出其最本质的东西，这样当你进行投资时，你就知道自己要避免什么事情发生以及不能做什么事情。

本书中涉及的错误范围非常广泛。这些身家亿万的投资者或企业家都以自己独特的方式经历了一场失败。有些人判断失误了，而有些人则犯了观念上的错误。他们从未想到自己会犯错，也都自认为清楚自己所做的事，坚信之前获得的成功为这次投资提供了很好的例证。也许他们确实知道自己在做什么，只是这次不知道而已。于是，他们就犯错了，而不论损失了 1 美元还是 10 亿美元或几十亿美元，那都是一个错误。

富兰克林·罗斯福总统的妻子、政治家埃莉诺·罗斯福（Eleanor Roosevelt）曾说：“要从他人的错误中学习，因为你自己不可能犯下所有的错误。”没有哪一项投资是稳赚不赔的，所有的投资都有风险。如果你至少试着去避免犯错，那么就可以降低投资的风险并提高获利的机会。在本书中，你将了解到的这些错误都是世界上最聪明的、最老练的、最敏锐的也是最成功的投资者犯下的。你需要做的是做最好的自己，确保自己不会再走他们走过的老路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常吝啬。事实恰恰相反。我和他住在同一个镇上，在镇上，库珀曼的慈善捐赠的受益人多得数不清。实际上，我赌的是库珀曼与众不同的思考方式、漠视公众情绪的能力——他认为没有必要由公众的赞美来认可自己的个人价值，以及价值投资者的直觉——当所有人都不认可一项投资时，他认可这项投资。事实证明，这些投资者的思考方式确实和你我存在差异，他们是以一种与我们完全不同的方式来看待事物。

接下来，我要谈一下我曾经的老板史蒂夫·科恩（Steve Cohen），在本书中对他也有所介绍。他能从大数据中提取细小的数据用于自己的投资项目或能获利的交易，我从没有见过其他人可以做到这一点。这也许就是他能够使自己的公司的资产从 6 000 万美元增长至 150 亿美元的原因。据推测，这 150 亿美元的资产中的一大半是属于他自己的。当我首次与科恩讨论去他的公司工作时，他说，如果“它（赛克资本）不能赚钱的话，那么我就会关闭公司，然后用自己的车库来开公司”。结果，赛克资本赚钱了，所以他永远都不需要去履行自己的诺言，但我确实相信，由于科恩对市场和投资拥有如此高昂的激情，因此只要一点点的投资优势，他便可以在街角进行投资。

这些专业投资者非常有趣、聪明甚至明智。他们拥有的与生俱来的敏锐直觉可以让其擅长做自己所热爱的工作，而当他们的直觉正确时，他们所做的工作可以为其带来巨大的回报。

总之，正如菲奥雷洛·拉瓜迪亚（Fiorello H. LaGuardia）所说，他们犯下的错误“确实很美”。

从真实的错误中剥离出最本质的东西

本书虽然没有详细介绍投资者哈里·麦克洛（Harry Macklowe）的故事，但他在投资中犯的错误也是值得一提的。当麦克洛以超乎寻常的高价购买了纽约 7 栋摩天大楼时，他自己价值几十亿美元的房地产帝国深陷困境。每个人都知道他犯下的错误：你应该在市场低点时买入，然后在市场高点时卖出。但是麦克洛志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化 Cheers Publishing a mindstyle business 与思想有关

湛庐，与思想有关……

如何阅读商业图书

商业图书与其他类型的图书，由于阅读目的和方式的不同，因此有其特定的阅读原则和阅读方法，先从一本书开始尝试，再熟练应用。

阅读原则1 二八原则

对商业图书来说，80%的精华价值可能仅占20%的页码。要根据自己的阅读能力，进行阅读时间的分配。

阅读原则2 集中优势精力原则

在一个特定的时间段内，集中突破20%的精华内容。也可以在一个时间段内，集中攻克一个主题的阅读。

阅读原则3 递进原则

高效率的阅读并不一定要按照页码顺序展开，可以挑选自己感兴趣的部分阅读，再从兴趣点扩展到其他部分。阅读商业图书切忌贪多，从一个小主题开始，先培养自己的阅读能力，了解文字风格、观点阐述以及案例描述的方法，目的在于对方法的掌握，这才是最重要的。

阅读原则4 好为人师原则

在朋友圈中主导、控制话题，引导话题向自己设计的方向去发展，可以让读书收获更加扎实、实用、有效。

阅读方法与阅读习惯的养成

（1）回想。阅读商业图书常常不会一口气读完，第二次拿起书时，至少用15分钟回想上次阅读的内容，不要翻看，实在想不起来再翻看。严格训练自己，一定要回想，坚持50次，会逐渐养成习惯。

（2）做笔记。不要试图让笔记具有很强的逻辑性和系统性，不需要有深刻的见解和思想，只要是文字，就是对大脑的锻炼。在空白处多写多画，随笔、符号、涂色、书签、便签、折页，甚至拆书都可以。

（3）读后感和PPT。坚持写读后感可以大幅度提高阅读能力，做PPT可以提高逻辑分析能力。从写读后感开始，写上5篇以后，再尝试做PPT。连续做上5个PPT，再重复写三次读后感。如此坚持，阅读能力将会大幅度提高。

（4）思想的超越。要养成上述阅读习惯，通常需要6个月的严格训练，至少完成4本书的阅读。你会慢慢发现，自己的思想开始跳脱出来，开始有了超越作者的感觉。比拟作者、超越作者、试图凌驾于作者之上思考问题，是阅读能力提高的必然结果。

好的方法其实很简单，难就难在执行。需要毅力、执著、长期的坚持，从而养成习惯。用心学习，就会得到心的改变、思想的改变。阅读，与思想有关。

[特别感谢：营销及销售行为专家 孙路弘 智慧支持！]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们出版的所有图书，封底和前勒口都有“湛庐文化”的标志

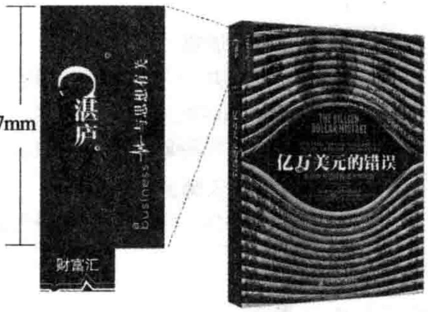
湛庐文化 Cheers Publishing
a mindstyle business 与思想有关

并归于两个品牌

财富汇　　心视界

找“小红帽”

为了便于读者在浩如烟海的书架陈列中清楚地找到湛庐，我们在每本图书的封面左上角，以及书脊上部 47mm 处，以红色作为标记——称之为**“小红帽”**。同时，封面左上角标记**“湛庐文化 Slogan”**，书脊上标记**“湛庐文化 Logo”**，且下方标注图书所属品牌。



湛庐文化主力打造两个品牌：**财富汇**，致力于为商界人士提供国内外优秀的经济管理类图书；**心视界**，旨在通过心理学大师、心灵导师的专业指导为读者提供改善生活和心境的通路。

阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。

时间才是读者付出的最大阅读成本。

阅读的时间成本=选择花费的时间+阅读花费的时间+误读浪费的时间

湛庐希望成为一个“与思想有关”的组织，成为中国与世界思想交汇的聚集地。通过我们的工作和努力，潜移默化地改变中国人、商业组织的思维方式，与世界先进的理念接轨，帮助国内的企业和经理人，融入世界，这是我们的使命和价值。

我们知道，这项工作就像跑马拉松，是极其漫长和艰苦的。但是我们有决心和毅力去不断推动，在朝着我们目标前进的道路上，所有人都是同行者和推动者。希望更多的专家、学者、读者一起来加入我们的队伍，在当下改变未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化获奖书目

《大数据时代》
国家图书馆“第九届文津奖”十本获奖图书之一
CCTV“2013 中国好书”25 本获奖图书之一
《光明日报》2013 年度《光明书榜》入选图书
《第一财经日报》2013 年第一财经金融价值榜“推荐财经图书奖”
2013 年度和讯华文财经图书大奖
2013 亚马逊年度图书排行榜经济管理类图书榜首
《中国企业家》年度好书经管类 TOP10
《创业家》“5 年来最值得创业者读的 10 本书”
《商学院》“2013 经理人阅读趣味年报·科技和社会发展趋势类最受关注图书”
《中国新闻出版报》2013 年度好书 20 本之一
2013 百道网·中国好书榜·财经类 TOP100 榜首
2013 蓝狮子·腾讯文学十大最佳商业图书和最受欢迎的数字阅读出版物
2013 京东经管图书年度畅销榜上榜图书，综合排名第一，经济类榜榜首

《爱哭鬼小隼》
国家图书馆“第九届文津奖”十本获奖图书之一
《新京报》“2013 年度童书”
《中国教育报》“2013 年度教师推荐的 10 大童书”
新阅读研究所“2013 年度最佳童书”

《牛奶可乐经济学》
国家图书馆“第四届文津奖”十本获奖图书之一
搜狐、《第一财经日报》2008 年十本最佳商业图书

《影响力》（经典版）
《商学院》“2013 经理人阅读趣味年报·心理学和行为科学类最受关注图书”
2013 亚马逊年度图书分类榜心理励志图书第八名
《财富》鼎力推荐的 75 本商业必读书之一

《影响力》（教材版）
《创业家》“5 年来最值得创业者读的 10 本书”

《大而不倒》
《金融时报》·高盛 2010 年度最佳商业图书入选作品
美国《外交政策》杂志评选的全球思想家正在阅读的 20 本书之一
蓝狮子·新浪 2010 年度十大最佳商业图书，《智囊悦读》2010 年度十大最具价值经管图书

《第一大亨》
普利策传记奖，美国国家图书奖
2013 中国好书榜·财经类 TOP100

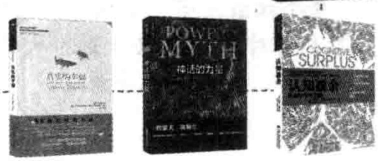
《卡普新生儿安抚法》（最快乐的宝宝 1·0~1 岁）
2013 新浪“养育有道”年度论坛养育类图书推荐奖

《正能量》
《新智囊》2012 年经管类十大图书，京东 2012 好书榜年度新书

《认知盈余》
《商学院》“2013 经理人阅读趣味年报·科技和社会发展趋势类最受关注图书”
2011 年度和讯华文财经图书大奖

《神话的力量》
《心理月刊》2011 年度最佳图书奖

《真实的幸福》
《职场》2010 年度最具阅读价值的 10 本职场书籍



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读

《投资中最简单的事》

扫码直达本书购买链接

◎ 60 亿美元私募基金合伙人、跨国对冲基金创始人、2 800 亿美元公募投资总监著名投资人邱国鹭 22 年投资经验凝聚之首部作品。

◎ 高瓴资本集团创始人兼董事长张磊作序推荐，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松，全国社会保障基金理事会投资部主任詹余引，国信证券股份有限公司总裁陈鸿桥，重阳投资董事长兼首席投资官裘国根，赤子之心总经理赵丹阳联袂推荐。

《投资的常识》

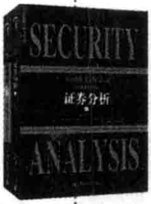
扫码直达本书购买链接

◎《漫步华尔街》作者伯顿·马尔基尔、《高盛帝国》作者查尔斯·埃利斯携手为个人和家庭量身打造的投资手册。

◎ 国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松研究员、《投资中最简单的事》作者邱国鹭倾情推荐。

《证券分析》（第 6 版）（套装上、下册）

◎ 巴菲特灵魂导师、“华尔街教父”本杰明·格雷厄姆不朽巨著，被誉为投资者的《圣经》。



扫码直达本书购买链接

◎ 著名经济学家巴曙松老师领衔业内专业人士翻译团队，历时一年半潜心打造的最专业、最权威的中文译本。

◎ 在国内，上海证券交易所总经理黄红元、国泰基金管理公司总经理金旭和兴业银行行长李仁杰鼎力推荐。在国外，耶鲁首席投资官大卫·斯文森、摩根大通主席兼首席执行官杰米·戴蒙和捐献基金领袖杰克·迈耶等数十位华尔街大鳄联袂推荐。

《2014 年中国资产管理行业发展报告：新常态下的大资管转型》

扫码直达本书购买链接

◎ 国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松团队连续 9 年权威发布，中国资产管理行业年度晴雨表！

◎ 本书对资产管理行业的从业者、研究者、机构与投资者而言，都极具指导意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Copyright © 2010 by Stephen L. Weiss.

All rights reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled The Billion Dollar Mistake: Learning the Art of Investing through the Missteps of Legendary Investors, ISBN 978-0-470-48106-6, by Stephen L.Weiss, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Simplified Chinese Translation Copyright ©2015 by China Renmin University Press

本书中文简体字版由约翰·威立父子公司授权在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 THE BILLION DOLLAR MISTAKE

忠告 1 每一次都要进行尽职调查

世界排名第 41 位的富豪 柯克·克科里安

克科里安向来标榜"战绩"，所以任何人几乎都无法想象他会有失败的一天，而那当然就是盲点所在。

当"海明威"遇见"霍瑞修·爱尔杰"
发现商机，激情带来收益
投资汽车业
为什么投资福特汽车公司时会犯错
|错在哪里|
|投资启示|

忠告 2 不要抓住正在滑落的刀

得克萨斯太平洋集团联合创始人 大卫·邦德曼

把友谊和事业混为一谈，介入华盛顿互惠银行，让邦德曼在短短半年内，70 亿美元全数蒸发，成为史上最大的银行破产案的最大受害人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同颜色的袜子

鲨鱼般的性格

重获新生

筋疲力尽的收购

以跳楼价收购一家顶级金融机构

生意是生意，而友谊不是生意

| 错在哪里 |

23 **| 投资启示 |**

忠告 3 举债经营是把双刃剑

切萨皮克能源公司首席执行官 奥布里·麦克伦登

麦克伦登尝尽借钱买股的甜头后，没料到天然气价格暴跌，保证金追缴通知的总金额高达 7 亿美元，逼得他不得不低价卖股。

酷爱波尔多葡萄酒的投机分子

白手起家

“几乎所有的”

| 错在哪里 |

43 **| 投资启示 |**

忠告 4 纪律就是纪律

顶级维权投资者 比尔·阿克曼

球场上，遵守“时间”与“位置”的纪律，是每一次击球的关键。如果你稍微松懈，又遇到对方紧咬不放，即便是一个小失误，都可能让你成为输家。

观鲨鱼的维权投资者

非受迫性失误

投资鲍德斯集团

锚定塔吉特百货公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 错在哪里 |

61 | 投资启示 |

忠告 5 超高收益意味着超高风险

不凋花顾问公司创始人 尼古拉斯·马奥尼斯

马奥尼斯一手创立的不凋花基金，最辉煌的记录是 6 个星期赚了 12 亿美元，后来却把标的全部锁定在能源交易上，由于风险过于集中，巨额亏损排山倒海而来，他全盘皆输。

多策略模型让交易成为可能

创立“不凋花”对冲基金

在能源上下赌注

| 错在哪里 |

83 | 投资启示 |

忠告 6 新兴市场可能血本无归

欧米加顾问公司创始人 利昂·库珀曼

新兴市场是非常危险的投资地区，有时候，努力了半天赚到的利润，会全部被骗子卷走，想一步登天的投资人完全得不到好处。像库珀曼这样最诚实、最博学、最慎重以及最精明的投资家，就是这样在新兴市场上一败涂地的。

华尔街的教授

布拉格海盗

普林斯顿王子

一切都是幌子

| 错在哪里 |

105 | 投资启示 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 7 历史表现只是一个参考点

普泽纳投资管理公司创始人 理查德·普泽纳

不要认为所有伟大的特许经营型企业都是很棒的股票。当买得起计算机的人都有了计算机之后，就是计算机业获利开始逐渐下滑的时候。投资也是讲究时尚的，就像爱马仕领带不一定总流行。

注意异常现象

独自去冒险

价值投资者：与众不同，还有胆量

普泽纳的价值观

金融市场一泻千里的一年

银行缺乏的不是资金，而是信心

| 错在哪里 |

127 **| 投资启示 |**

忠告 8 坚持核心的投资风格

培洛顿合伙公司联合创始人 杰夫·格兰特

舍弃一种你所熟悉的投资风格就意味着走进了一块未知的风险领地，灾难就这样降临了。风格漂移拖垮了培洛顿合伙公司，使其两个星期就损失了20亿美元。

遵循投资风格

成为宏观交易员

风格漂移与巅峰投资

令人瞠目结舌的突然破灭

漂移、不安与灾难

| 错在哪里 |

147 **| 投资启示 |**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 9 卖空有时是一个危险的策略
大众汽车公司与保时捷公司

卖空与其他投资类型不同，它就是一场赌博。最痛苦的卖空就是陷入了股票价格不断上涨的困境中。

卖空交易
不适合胆小的人
保时捷公司与大众汽车公司
卖空还是不卖空
| 错在哪里 |
169 | 投资启示 |

忠告 10 不要把钱丢进不透明的黑匣子
戴维斯精选顾问公司董事长 克里斯托弗·戴维斯

投资前，如果你不知道自己买的是什么，千万别买。有一句古老的谚语可以贴切地形容这个情况：如果它看起来像只鸭子、走路像只鸭子，叫声也像只鸭子，那它就是一只鸭子。

“保守派”
无处不在的责任感
投资美国国际集团
无聊是美好的
| 错在哪里 |
193 | 投资启示 |

忠告 11 别人推荐的不代表真理
麦道夫基金的投资者

他们是因为信任麦道夫而不够谨慎吗？还是因为不想谨慎而信任麦道夫？那么你敢不敢质疑98% 的人都觉得理所当然的事？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"从没有过任何的担忧"
是幸存者，而不是受害者
一定要谨慎
|错在哪里|
215 |投资启示|

结　语　让错误成为最好的回报 235
译者后记 237

世界上最远的距离，是“我们”与“他们”。
扫描二维码，
与同地、同城、同类、同好的庐客们相遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

| 忠告 1 |

每一次都要进行尽职调查

世界排名第 41 位的富豪 柯克·克科里安

在始于 19 世纪末的第一波移民浪潮中，大批亚美尼亚人涌入了美国，阿伦·克科里安（Ahron Kerkorian）及其夫人莉莉·克科里安（Lily Kerkorian）也在其中。这些移民都被加利福尼亚州的圣华金河谷（San Joaquin Valley），尤其是当地的葡萄产业所吸引。

这是一件很自然的事情。据一些学者介绍，公元前 6 000 年左右，在亚美尼亚、阿塞拜疆和格鲁吉亚等地就有人开始种植葡萄了，因为那些地方的气候很适合种植和晾晒葡萄。第一批葡萄种植者的后裔们逐渐完善了祖辈的种植技术。几千年之后，一直想逃离贫穷和奥斯曼帝国镇压的亚美尼亚人发现，加利福尼亚州的土地非常适合种植他们惯于种植的葡萄，并且这是一片肥沃的土地，可以满足他们一直以来对自由和机会的渴望。

在加利福尼亚州，克科里安夫妇的这两种渴望都得到了满足。当第一次世界大战使中东的葡萄种植业停滞不前时，虽然识字不多但是悟性很高的阿伦·克科里安将美国的葡萄业发展到了惊人的高度繁荣状态，而他本人也变成了一个富翁，至少报纸上是这么写的。然而，阿伦·克科里安却没能持久拥有自己的财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富，他与众多农场主一起陷入了第一次世界大战后1921年的经济衰退中。这一年，美国遭遇了自独立战争以来最严峻的通货紧缩——农产品的批发价格降幅高达36.8%，这使得美国各地大量的工人失业，人们手中的财富急剧缩水。在这种经济背景下，人们对葡萄的需求迅猛下降，而与此同时，葡萄的供给却大幅度增加。阿伦·克科里安的财富被严峻的经济紧缩一扫而空。1917年，阿伦家的第4个孩子柯尔克（Kerkor），小名柯克（Kirk），降生在这个人口越来越多的贫困的大家庭里。当时，他们居住的地方位于洛杉矶的郊区。

极具讽刺意味的是，88年之后，在2008年经济衰退到来之前，阿伦·克科里安最小的儿子柯克·克科里安（Kirk Kerkorian）也遭遇了与他父亲相似的失败。虽然这一失败的代价极高，共计约7亿美元，但是它并没有像1921年的经济衰退一般造成那样严重的后果。而1921年的那场经济衰退塑造了当时年仅4岁的柯克的性格。实际上，对于柯克·克科里安来说，他在这场危机中遭受的损失是很小的，因为他的财富总计为180亿美元，即使这一数据不完全准确，但误差也不会超过10亿美元。

拥有如此巨大的财富的克科里安在全球富豪排行榜中名列第41位。虽然在赌场和酒店业中损失的近100亿美元使他的排名在接下来的几年中有所下降，但他依然位于全球富豪排行榜的前100位。然而，即便他仍排在第41位，但是斥资10亿美元投资，最终到手的却只有3亿美元，这也完全可以被视为是一个巨大的投资错误。

骄傲自满会造成盲点。而盲点除了让你无法看到本来能看到的东西之外，也会阻止你意识到自己有盲点。2008年，自满让克科里安遭受了7亿美元的损失，这也许是无法辩解的失败，但也是可以理解的。因为他成功的次数如此之多，所以根本没想到自己会失败。当然，这就是盲点。

在克科里安91岁高龄时，他仍然精神矍铄。他有充足的理由坚持——没有任何原因放弃或鄙弃自己用了一次又一次的模式，因为那让他取得了一次又一次无可争辩的巨大成功。这一模式就是：购买一家价值被低估的公司，将其价值抬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，耐心地等到宏观经济形势转好，然后再把它卖出去。过去几十年来，不管在哪个产业，也不管经济形势如何变化，这一模式都运转得相当出色。然而 2008 年，它却失效了。因为事情发生了变化，他一直坚持的投资模式出现了一些转变和调整，而他却没有意识到这一点。克科里安之所以没有意识到这一点，是因为他没有进行分析。也许是他忘记了分析，也许是他简单地认为，大半个世纪以来，他在各个领域的投资都取得了成功，已经没有必要去分析了—— 也就是说，他觉得不需要分析就可以知道自己需要知道的事情。不管是什么原因，不进行分析对一个从没有犯过错误或者至少在投资方面没有犯过错误的人来说是个失误。因此，在投资失误后全力以赴地阻止剩余资产继续遭受损失是很有必要的。总之，对一个不喜欢损失以及在其漫长、多彩而又不同寻常的一生中极少遭受损失（至少在金钱方面）的人来说，这样的损失是很丢脸的。

虽然克科里安的个人生活经常是流言蜚语的素材，但是这超出了本书的讨论范围，也不是本书的写作目的。不过，我仍然要提一下克科里安的私人投资公司特拉辛达公司（Tracinda），这是以他的第二任妻子琼·默里·哈迪（Jean Maree Hardy）为他生的两个女儿特雷西（Tracy）和琳达（Linda）命名的。若想进一步了解克科里安丰富的人生，请参考戴尔·托格森（Dial Torgerson）为其撰写的经典自传《克科里安：美国成功传奇》（*Kerkorian: An American Success Story*）。

当“海明威”遇见“霍瑞修·爱尔杰”

在经历和背景方面，克科里安与他最终超越了的那些受过精英教育、衣冠楚楚的亿万富豪们之间的差距可以用光年计。如果说前者是崎岖的原野，那么后者则是修剪整齐的高尔夫球场。克科里安曾说，第一次为贫穷的家人带烤肉回来时，他年仅 9 岁，他承认这种经历慢慢将一种“想要与众不同，或者比其他人更强大的动力”灌输进了他的心灵深处。很显然，克科里安早期的生活经历就像海明威笔下的人物一样丰富多彩——拳击手、保镖、英雄飞行员。而这也是美国著名教育家、小说家霍瑞修·爱尔杰（Horatio Alger）的小说的叙事模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克科里安这个生活艰难的街头小子在哥哥的指导下学会了拳击，却因为打架被学校赶出了校门，随后被送往了一所专门为打架的男孩子设立的学校，然而不久他就辍学了。尽管克科里安只读到了八年级，但是他赢得了美国业余轻量级拳击赛的冠军。报童、高尔夫球童、蒸汽机清洁工、洗车员、平民保育团（Civilian Conservation Corps）[①] 的推土机司机……在这一系列漫无目的的工作中，他掌握了数不清的技能。24 岁的一天，克科里安陪他的老板上飞行课，当他从飞机上鸟瞰了整个加利福尼亚州从沿海到内华达山脉的美景后，他从此迷上了飞行。

克科里安在位于莫哈韦沙漠（Mojave Desert）的快乐骑马俱乐部（Happy Bottom Riding Club）学会了飞行，今天的爱德华兹空军基地（Edwards Air Force Base）离那里不远。快乐骑马俱乐部是那些“太空英雄”聚会的地方，克科里安的教练是女飞行员弗洛伦丝·潘乔·巴恩斯（Florence “Pancho” Barnes），她是这家俱乐部的所有者，也是电影《太空英雄》（*The Right Stuff*）中那位站在酒吧吧台后说话尖酸刻薄的女人。后来，第二次世界大战打响了。克科里安逃过了当步兵的命运，加入了英国皇家空军，驾驶着加拿大制造的著名的作战飞机蚊式轰炸机（De Havilland Mosquito）从安大略飞到了苏格兰。

当时，有两条飞行路线可以飞跃北大西洋。其中一条比较长但比较安全；另一条虽然比较短，失败的概率却高达 25%——此处失败是指迫降在北大西洋上，这可能会造成致命的后果。然而，选择飞更短、更直接的路线的飞行员获得的薪酬更高，克科里安就选择了这条路线—— 他以喷射的速度直线穿过了被称为“冰岛波”（Iceland Wave）的自西向东的气流。在英国皇家空军服役的 2 年半里，克科里安驾驶过 33 架飞机，飞行区域跨越四大洲，打破了穿越纪录，并被授予中尉头衔。此外，克科里安将这期间获得的大部分薪水都储蓄了起来，这笔钱足够他买一架价值 5 000 美元的赛斯纳（Cessna）单引擎飞机，用于培训飞行员了。

28 岁时，克科里安成了一名商人。像第二次世界大战后的许多洛杉矶人一样，他发现了拉斯维加斯这个在当时仍能看见夜空的城市。克科里安喜欢孤注一

① 1933—1942 年，美国运作的一项以工代赈计划，专门吸纳救济家庭中 18~25 岁的未婚失业男性，从事植树造林、防治水患、水土保持等工程建设。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掷，尽管据说他仍时不时地在自己的赌场里炫耀这种做法，但他最终克服了这个习惯。然而，1947 年，他顺利地从施格兰（Seagram）家族借到了钱，以 6 万美元购买了一个小型飞机租赁公司，即洛杉矶航空公司（Los Angeles Air Service）。随后，克科里安乐观地将其更名为“特朗国际航空公司”（Trans International Air，TIA），但也有人认为这样的名字有言过其实之嫌。接下来，他从世界各国购买轰炸机这种剩余的作战物资。尽管很多轰炸机都已残破不堪了，可是他却毫不在乎，因为这些轰炸机里面储有燃料，在当时燃料是极度紧缺的。而当克科里安卖掉了轰炸机里面的燃料，还清了债务后，他仍然拥有这些飞机——这就是特朗国际航空公司的基础。在 1968 年之前，克科里安一直经营着特朗国际航空公司。1968 年，他则将其卖给了泛美公司（Transamerica Corporation），从中净赚了 8 500 万美元。虽然这并不是克科里安最后一次积极地经营公司，但是从那之后，他几乎只从事买卖业务。

发现商机，激情带来收益

人们很容易想到，克科里安的成长背景有助于他成为商业天才。他跟随自己的激情、愿意冒险，并且必要时还会对自己的处境进行审慎地思考。例如，他喜欢飞行，因此飞机就成为他的财富基石。他酷爱赌博，买下了世界上最大的赌场的大部分所有权。不过，或许最重要的是，他独具慧眼，能发现别人发现不了的价值，也能用不同的方式解读经济。当然，他同样还有动力—— 十二分的勇气，从而将其发现的商机付诸实践。

这一切确实让人不禁想将其归结到克科里安苦孩子的出身，但是这种说法说得好听是愚昧，说得不好听就是心理呓语。实际上，在他的交易生涯中，他遵循了一条经事实证明是可行的、简单的且直接的模式：购买价值被低估的公司。有时，为了达到这一目的，他还不得不变卖一些资产来筹集资金，而当公司归其所有后，他又在其中加入了一些战略资源来提升公司的价值，最后他卖掉自己的股权来获利。他耐心地等待公司升值，并运用他的规则灵活地买入或卖出。通常，当克科里安买入估值过低的公司时，别人都认为他很奇怪，但是最终投资者们仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然会追随他的脚步。然而，他实在太奇怪了：购买那些几乎不能飞的飞机，然后卖掉里面的燃料；购买无人问津的荒漠中的土地；购买电影制片厂，然后将其变为一家酒店。他总能发现别人发现不了的商机。或者说，他观察事物的方式与众不同，能看见别人看不见的潜在价值。

1962 年发生的事情显然可以证明这一点。当时，克科里安从拉斯维加斯的火烈鸟酒店（Flamingo Hotel）手中买下了 32 公倾的荒地。因为这块土地被别人所拥有的一条狭窄而无用的荒地带所包围，所以他用自己的土地和那个人做了交换，然后将这片土地租给了凯撒皇宫酒店（Caesars Palace）。从这个项目中，他先后获得了 400 万美元的租金回报，而当 1968 年他将这块土地卖给凯撒皇宫酒店的拥有者时，又赚取了 500 万美元。

在洛杉矶，克科里安购买的土地更多，从而促使洛杉矶迅速变成了一个新兴都市。1969 年，他建成了世界上最大的酒店——国际大酒店（International）。同年，他开始进军好莱坞。加上从欧洲银行借来的 4 200 万美元，他共投入了 6.5 亿美元以获得美国米高梅电影公司的控股权，然后他就开始出售这家公司的一些重要资产——外景场、分配体制，还有像《绿野仙踪》里面的多萝西（Dorothy）的红宝石舞鞋、《宾虚》（*Ben-Hur*）里面的查尔顿·赫斯顿（Charlton Heston）的战车这类纪念品，这样他就可以将这家公司变成一个“赌场度假村”。

演艺业、酒店业和赌博业，克科里安将它们都视为娱乐业。在以美国米高梅电影公司的名义打造拉斯维加斯度假胜地时，他只是简单地合并了其中的两个。1973 年，米高梅大酒店（MGM Grand Hotel）建成，它给明星提供了表演场地，克科里安提出拉斯维加斯度假胜地是“家庭”旅游目的地的新概念，并为其巨大的规模而举办庆祝活动，因为它是当时全球最大的酒店。1986 年，克科里安以将近 6 亿美元的价格把酒店卖了出去，利润率高达约 500%。1993 年，他又创建了第 2 个米高梅大酒店，并再次使其成为当时世界上最大的酒店。7 年后的 2000 年，克科里安将米高梅大酒店和幻影度假村（Mirage Resorts）合并，组成了米高梅幻影公司（MGM Mirage），这是一家以经营赌博业、娱乐业和酒店业为主着眼于在全球发展的公司，而这家公司也给他带来了可观的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再回过头来看看克科里安的好莱坞事业，他不仅将其在拉斯维加斯的交易活动和电影业相结合，还频繁地买入和卖出，这揭示了他金融巫师的本质。尽管 1979 年时他曾声称，米高梅大酒店主要经营酒店业务，但是 1981 年时，他就以 3.8 亿美元收购了联美公司（United Artists），紧接着将其并入米高梅电影公司，改称为米高梅 - 联美娱乐公司。1986 年，他以 15 亿美元的价格将米高梅 - 联美娱乐公司转手卖给了美国媒体业巨头泰德·特纳（Ted Turner）。这项交易持续了 74 天，因为当时特纳正面临着一些债务问题。后来，克科里安又以 7.8 亿美元的价格把这家公司买回来了。1990 年，他再次卖出了该公司，这次是以 13 亿美元的价格卖给了多个独立投资者。1996 年，他又把这家公司买了回来。最后，2005 年，他第 3 次卖出了这家电影制片公司，这次他以 29 亿美元的价格把其卖给了索尼，净收入 18 亿美元。

显然，克科里安是一个谈判高手。他要么将其资产的价格定在一个奇高无比的水平上让投资者望尘莫及，要么就诱惑投资者进行那些他们无力承担的交易。但如果没有超乎常人的耐心，这两点他都无法做到——他总是一直等到市场有利于自己获利时再卖出，而不是在经济不景气时急于出手。克科里安之所以能耐心等待，是因为他既不会过度扩张，也不会过度举债。他一直秉持这一优势或者说是缓冲力量，即使在同时进行几项大型投资时也是如此。

克科里安之所以能成为亿万富翁还要归功于他的两个比较有意思的特质。其中一个就是他习惯在任何可能的情况下玩“庄家的钱”—— 他可能是在拉斯维加斯的赌桌上获取与此有关的经验的。然而，不管他是在什么地方获取这方面经验的，他都将其广泛地运用于自己的投资项目中：当他为卖掉飞机里的燃料而收购飞机时，他用到了这一经验。而当他卖掉米高梅的资产以获得利润，并且用额外的利润进行投资时，他也用到了这一经验。

克科里安的另一个特质就是愿意或者可以说是偏爱在宏观经济中起导航作用。他从不甘于维持自己的投资的固定价值，而是以极大的耐心抬升所购买的资产的价值。从这一点来说，他天生就是一个商人。他买入或卖出资产的行为与宏观经济因素没有任何明显的关联。而他则是依靠直觉来判断资产的价值——不管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些资产是局限于公司内部还是和其他资产混在一起急待分离。据说，克科里安起初购买米高梅电影公司就是为了获得“雄狮利昂”（Leo the Lion）这一商标，他打算以这一商标来命名酒店。既然这就是他购买这一资产的价值所在，那么他最终将电影工作室分离，出售电影图书馆和电影院产品的行为也就可以理解了。这再次说明了，对克科里安来说，它们不是重点，并不是他所追求的价值。

当然，玩“庄家的钱”是免受经济波动影响的一个好方法，所以克科里安的两个特质——耐心和引导宏观经济转变之间不是没有关联的了。他在好莱坞和拉斯维加斯之间来回地买进卖出就证明了这两者之间的关联——他让米高梅电影公司的经营举步维艰，目的是在拉斯维加斯建酒店，接下来他又及时地卖掉了米高梅电影公司，从而避免了遭受股市崩盘和随之而来的 1974—1975 年的经济衰退的影响。1986 年，他卖掉了自己在好莱坞和拉斯维加斯的资产，这时正值美国经济走出衰退开始复苏。

显而易见的是，只要发现了某家公司的价值所在，克科里安就会投资，哪怕在经济形势不佳时也会如此。这是因为他相信自己可以采取一些战略举措来提升该公司的价值，然后等经济复苏时再转手卖出去。随着克科里安开始了一段和汽车业分分合合的恋情，他在拉斯维加斯和好莱坞运作良好的投资模式似乎在底特律也会奏效。

投资汽车业

对于投资者选择投资项目而言，喜爱确实非常关键。据说，克科里安对汽车格外喜爱。他喜爱的不是那些他可以轻而易举买下的客制化的捷豹或极速跑车兰博基尼，而是雪佛兰美宜堡（Chevy Malibu）、吉普切诺基（Jeep Cherokee）和福特金牛座（Ford Taurus）—— 这三款车曾是全美三大汽车生产商生产的代表车型，也是那时克科里安非常想购买的三款汽车。

克科里安的汽车故事起源于克莱斯勒汽车公司，它是美国三大汽车生产商中规模最小的一家。克科里安和该公司的前任首席执行官李·艾柯卡（Lee Iacocca）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间建立起了深厚的友谊。艾柯卡是一个充满传奇色彩的人物，20 世纪 70 年代后期，他曾扭转了克莱斯勒公司濒临破产的局面。当然，当时美国政府拿出的 10 亿美元的紧急援助也帮了他的忙。也许是得到了艾柯卡的提醒，在克科里安看来，1990 年克莱斯勒公司的股价 9 美元每股反映出了公司内部对经济衰退的担忧和其糟糕的管理模式，而没有反映出经济复苏的可能性。因此，当他最终获得了该公司 10% 的股权时，已经让公司管理层注意到他了。到 1994 年年初，他持有的克莱斯勒公司的股票价值翻了 5 倍，达到了每股 60 美元。克科里安似乎对此非常满意，暂时歇手了。

"满意"却并不一定"满足"。1995 年，克科里安得出结论，认为克莱斯勒公司可以采取更多行动使股票价值进一步上升。由于艾柯卡再次给他指点迷津，而股票价格又达到新高，克科里安确定他在这项投资上所获得的回报——500% 以上的回报，是不足的。他断言，克莱斯勒公司的价值仍然被低估了，于是他决定出资 230 亿美元将整个公司买下来。

克莱斯勒公司却断然拒绝了他。尽管如此，克科里安仍坚信这项投资是值得的，所以他继续购买克莱斯勒公司的股票。另外，他出资购买该公司的行为——私人投资者收购公司的威胁吓坏了克莱斯勒公司的管理层，也直接促使戴姆勒 - 奔驰公司（Daimler-Benz）以 360 亿美元的价格收购了克莱斯勒公司，并成立了戴姆勒 - 克莱斯勒公司。而在戴姆勒 - 奔驰公司进行收购的过程中，克科里安将其所有的股票都转向了戴姆勒 - 奔驰公司，由于他对克莱斯勒公司最初的兴趣已经拉升了股价，所以当他停止这笔交易时，他获得了 27 亿美元的利润。这是比 500% 还要高的利润回报，它超过了非洲所有非石油生产国的国内生产总值之和。

如果戴姆勒 - 奔驰公司没有收购克莱斯勒公司，那么克科里安很有可能会选择适当的时机在公开市场上卖掉自己在克莱斯勒公司的股权。毕竟，克科里安只会和股票"约会"，而不会真正想和它们"结婚"。考虑到克科里安在把握时间上的天赋，很有可能出现的情况是，一旦市场开始变得稍微有点不稳定，他就会迅速结束和克莱斯勒公司的这段"恋情"。如果真是这样，那他很有可能会从这笔交易中获得利润，尽管其获得的利润可能没有 27 亿美元那么多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年，克科里安再次试图控制克莱斯勒公司，他想以 45 亿美元买下已属于戴姆勒 - 克莱斯勒公司旗下的克莱斯勒公司。但是，他再次遭到了拒绝，结果克莱斯勒公司被瑟伯勒斯资本管理公司（Cerberus Capital Management）买走了。瑟伯勒斯资本管理公司是一家私人股权公司，该公司专门收购快倒闭的公司加以重整残值，并利用自身的管理技巧和人脉使公司重新走上轨道后再将其售出。它以 75 亿美元的价格收购了克莱斯勒公司 80% 的股权，并承担了该公司 180 亿美元的劳工成本。实际上，对戴姆勒公司来说，这完全是在减记公司资产，因为瑟伯勒斯资本管理公司已经发展成为德国汽车公司和美国投资公司的合资企业。

如果克科里安击败了瑟伯勒斯资本管理公司，并买下了戴姆勒 - 克莱斯勒公司，那么 2008 年的全球金融危机很有可能会彻底摧毁他全部的投资。事实上，瑟伯勒斯资本管理公司面临的结果是，2009 年克莱斯勒公司被迫申请破产。因此，1998 年戴姆勒公司收购克莱斯勒公司不仅给克科里安带来了巨大的利润，也让他幸运地躲开了即将到来的金融危机这颗“子弹”。可见，有时候，幸运要比聪明更使你受益。

被克莱斯勒公司拒绝两次之后，克科里安再次试图控制另外一家美国汽车公司。这次他瞄准了通用汽车公司。2005 年，他购买了该公司约 10% 的股份，并成为了其最大的个人股东，给他出谋划策的则是杰罗姆·约克（Jerome York），他是克科里安的投资公司特拉辛达公司的高级主管，也是克莱斯勒公司的前任首席财务官，还被誉为“拯救了 IBM 的人”。克科里安任命约克为董事会成员之一，而约克也采取了一系列旨在提高公司价值的举措：简化业务流程、收购其他公司、更多的金融管制以及与雷诺汽车公司和日产汽车公司进行合并谈判等。但是，通用汽车公司的董事会拒绝了克科里安提出的“全球联盟”的设想，所以他卖掉了自己持有的通用汽车股票，据说获利极少——大概只有 1.12 亿美元，而且这些利润大部分都是源于股息收入。

迄今为止，克科里安在汽车行业的经历和他在好莱坞以及拉斯维加斯度假胜地的经历如出一辙：其中一次投资获得了巨大的利润，而另一次投资却只获得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适度的利润水平。而作为投资者和赌徒的经历都给他以启示，那就是要上演“帽子戏法”。

他确实这样做了。如果这一切是一场专业的足球比赛的话，那他已经不是新手了。

为什么投资福特汽车公司时会犯错

也许克科里安相信古话中所说的“第三次幸运”。毕竟，幸运总是诱惑人们到赌场去。而他也的确总是幸运的：毋庸置疑，在赌场业，他是一个举足轻重的人物。但是，世界上幸运的人有很多，其中只有极少数人是亿万富翁。所以克科里安可能确实幸运，他的运气是其惊人的动力、丰富的见识以及投资智慧的副产品。尽管如此，即便是他自己，也会赞许一下自己的好运气，那就是他的好运气让他在投资克莱斯勒公司和通用汽车公司遭受的损失比他投资福特汽车公司时遭受的损失要小很多。克科里安本应该意识到这一点。在第三次进军汽车业之前，他本应该好好反省自己投资克莱斯勒公司和通用汽车公司的经历，进而变得更加睿智。如果这样做了，他就会发现，在前两次经历中，他离遭遇几十亿美元的损失近在咫尺。而一旦发现了这一点，他定会犹豫自己是否要第三次进军汽车业。

如果克科里安进行尽职调查，那么他就会发现自己的投资经历已经发出汽车产业正陷于困境中的信号。只要想一想，1998 年，当戴姆勒 - 奔驰公司买下克莱斯勒公司时，整个市场处于顶峰，经济整体如此，汽车产业也是如此，而且克莱斯勒公司早已从低速发展变为了高速前进。不管是从生产的角度来看，还是从市场营销的角度来看，合并都是合乎逻辑的。因为每家公司都有自己的市场定位，所以合并既不需要发明创新，又不需要从头开始，而只会给参与合并的公司带来更大的市场。至少从名义上讲，戴姆勒 - 奔驰公司和克莱斯勒公司的生产线可以互为补充。克莱斯勒公司生产的汽车价格适中，其生产的一些具有传奇色彩的吉普车、超小型汽车以及大卡车都是如此，这可以弥补戴姆勒 - 奔驰公司只注重打造豪华汽车的缺陷，反之亦然。而这两家汽车公司的市场营销经验以及资本贡献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也同样是互补的。此外，戴姆勒 - 奔驰汽车公司一直是汽车领域的佼佼者，它的管理层汇集的都是管理汽车公司的精英。

在这些精英们收购克莱斯勒公司后不久，克莱斯勒公司的基本面却开始下滑，大的经济背景亦如此。如果一家经营有方的汽车公司的管理层具备丰富的业界经验和知识，尚且不能避免他们以 360 亿美元收购的公司的价值急剧下降的话，那么这一产业的门外汉克科里安即便有克莱斯勒公司的前任首席财务官给他出谋划策又怎么可能避免这种损失呢？汽车业是美国最大的制造业，它和许多其他的制造业紧密相连，衍生出了很多零售业，这一产业提供的就业岗位比其他任何单个产业提供的都要多。然而，汽车业的精英们却无法控制整体经济状况，无法控制钢材、天然气这些原材料的成本，也无法控制在劳资协议中强调的劳工福利。如果这些精英都不能控制，那么可以推断出像克科里安这样的金融天才也不能，即便在他最幸运、最睿智的日子也是如此。但如果克科里安仔细地分析这一切，他就会意识到这一点。而一旦他意识到了这一点，那么在投资福特汽车公司这件事上他也许会采取不同的行动。

事实上，先例就摆在克科里安的面前。瑟伯勒斯资本管理公司最主要的合伙人史蒂夫·范伯格（Steve Feinberg）和克科里安有一些共同的特征：他们都是自力更生的亿万富翁和传奇投资者，在公共场合都很害羞，更重要的是，他们都对汽车产业抱有坚定的信心。在克科里安购买福特汽车公司的股份之前，瑟伯勒斯资本管理公司的收购业务已经开始恶化。由于同为亿万富翁俱乐部的成员，他们不仅拥有汽车，而且拥有汽车厂，所以他们彼此交换意见是自然而然又理所应当的事情。如果他们没有交换意见的话，那么便是克科里安的错了。我在本书中反复证实，我们可以从错误中吸取很多经验教训。当然，从别人的错误中吸取教训比从自己的错误中吸取教训要好得多。

如果说投资克莱斯勒公司的经历应该让克科里安在投资福特汽车公司的时候有所犹豫的话，那么他在投资通用汽车公司后进行的深刻反省就应该让他放弃对福特汽车公司的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在克科里安投资通用汽车公司的过程中，约克起到了关键的作用。作为一名出色的管理人员和汽车业的老手，约克受克科里安邀请代表他出任通用汽车公司的董事会成员，他丰富的汽车业经验对克科里安这个投资精英来说是一个完美的补充。从这两人深刻的见解和丰富的经验来看，他们都会在做决策之前仔细掂量，即使在2006年也是如此。当时，他们都意识到了通用汽车公司面临破产的威胁。约克那时曾公开表明，如果通用汽车公司以当前的速度继续烧钱的话，仅需三年左右的时间它就有可能破产。结果，这一可怕的预言成了现实。为避免公司破产，约克以其主管的身份为公司其他主管和高级管理层列出了一系列重要的建议。

约克建议削减白领的工资，这一点通用汽车公司照做了；他建议出售悍马这一品牌，通用汽车公司没有照做，但悍马品牌最终于2009年在通用汽车公司破产重组时被卖出；他建议降低工会规定的工资和福利，这一点行不通，因为这些成本在劳资协议中已经做了明确的规定；他最重要的建议是，让通用汽车公司和法国雷诺公司、日本日产汽车公司结成联盟。这一建议的核心是将通用汽车公司的一部分管理权力割让给同时担任雷诺汽车公司和日产公司首席执行官的卡洛斯·戈恩（Carlos Ghosn）。人们称戈恩为“破冰者”，因为他总能扫除挡在他面前的一切障碍。戈恩曾重振了日产汽车公司和雷诺汽车公司，他是汽车业内最受人尊敬的首席执行官，无疑也是最好的首席执行官。

不必怀疑，通用汽车公司的老牌首席执行官里克·瓦格纳（Rick Wagoner）并不喜欢这一建议，而且董事会也彻底否定了这一建议。于是，约克立即辞去了董事会成员的职位，并在给董事会主席乔治·费希尔（George Fisher）的信中列举了他辞职的原因。而这封信很快就被公开了。在信中，约克说，“董事会的气氛”有损于他所坚信的必要的改革，他还批评了公司主管瓦格纳对管理漠不关心，至于股东利益，约克在信中并没有多说。从此，克科里安便结束了和通用汽车公司的“调情”。

从三方面而言，这件事本应该给克科里安一个警告：

1. 这次克科里安与通用汽车公司的破产擦肩而过，加上之前他从克莱斯勒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司逃脱的经历给他提供了一个内部人士的视角，这一视角至少体现了约克敏锐的洞察力，那就是美国汽车业的经济基本面和金融基本面都在快速恶化。

2. 通用汽车公司董事会的强硬态度也给克科里安提供了一些提示，那就是汽车业的变革步伐或者至少是任何由公司管理层带动的变革的变革步伐充其量只会像冰河运动那样缓慢。这对克科里安来说是非常有意义的，因为在福特汽车公司，他将会面临一个比通用汽车公司的董事会更加“根深蒂固”的董事会——其成员的任期更长，而且有的成员是某一家族的继承者，他们的家族在公司的历史可以追溯到 100 年前，甚至这些成员还拥有足够多的股票来控制公司的每一个决策，阻止任何一场变革。

3. 通用汽车公司首先开始通过猛烈地削价以清空存货的举措给美国其他两大汽车公司造成了很大的压力。通用汽车公司之所以会这么做是为了不加入全球联盟。在任何一个行业中，如果参与者很少，那么每一个参与者的行为都会影响到其他参与者。而其中一个参与者的非理性行为则会影响到整个行业。通用汽车公司的这一举措让其他的汽车公司也迅速地非理性大幅削价以促进销售。这对克科里安来说本应该是一个警告，即在这一行业中，并非所有公司的绩效都是良好的。

尽管这一切都是事实，尽管只有极少数的人得知这些信息，但是在 2008 年年初，克科里安还是将自己的注意力转到了福特汽车公司上。毫无争议的是，福特汽车公司是 2008 年全美三大汽车公司中运行最为良好的一家，这就类似于“他”是在麻风岛上肤色最为健康的那个人。

也许，当你成为像克科里安这样的金融巫师时，也会相信自己可以在梦中发现一项估值偏低的资产，或者会因发现这类资产而产生生理感觉。这或者是一种直觉，又或者是因为你颤抖的欲望。无论如何，当 2008 年克科里安对福特汽车公司进行分析时，他再次相信自己发现了这家公司惊人的价值，而这些价值并没有在其股价中得到体现。于是，他公开宣布自己看好福特汽车公司的首席执行官艾伦·穆拉利（Alan Mulally）和首席财务官多纳特·勒克莱尔（Donat Leclair）。2008 年 4 月，克科里安透露自己已经购入了 1 亿股福特汽车公司的股票，并进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行了 2 000 万股的股权收购，将其在公司的股权份额从 4.7% 提高到了 5.6%，这一切总共斥资 1.7 亿美元。6 月，他又购入了 2 000 万股，他的股权份额进一步上升至 6.5%，这时他一共耗资 10 亿美元，拥有福特汽车公司总计 1.41 亿股股票。

这一切不过是自欺欺人。克科里安第一次投资克莱斯勒公司，以及后来投资通用汽车公司时，他总是反复地宣称自己完全没有收购整个公司的打算，但是他的这些行为的背后一直隐藏着这种可能性，这一点是众所周知的。而这种可能性使克科里安认为，他至少可以在董事会中占有一席之地，这是影响福特汽车公司管理方式的第一步。但在福特汽车公司中，公司创建者的继承人控制了 40% 有投票权的股票，这已足以阻止任何局外人企图改变公司的计划，更别提由局外人来收购公司了。因此，克科里安本应该提出这样的问题，他花的 10 亿美元究竟为自己买到了什么？

如果所有可靠的管理方式都过时了的话，那么克科里安的金融资源、投资汽车业的经验以及穆拉利的管理才能就应该在交易完成后开始加速拉升福特汽车公司的价值了。当时，经济很显然比较疲软，但是 1990 年克科里安收购克莱斯勒公司的股份时经济也很疲软，1995 年他收购克莱斯勒公司时经济也同样比较疲软。因此，他可以很理性地认为，如果他有足够的耐心，那么这家公司的价值定会恢复，到时候他又可以赚得盆满钵满了。

然而，一切都开始恶化了。随着销售量直线下降了 35%，福特汽车公司公开了其亏损情况，并放弃了 2009 年实现盈利的目标。随着福特汽车公司股票的大幅跳水，克科里安的 10 亿美元投资也随之缩水了 2/3。到 10 月底，特拉辛达公司在一份给美国证券交易委员会的文件中宣布，克科里安已经开始解除股权，以每股 2.43 美元的价格抛出了 730 万股股票，这一价格大约平均比每股 7.10 美元的购入价低 65.8%。

大家都认为克科里安几乎是迫不得已卖掉股票的。几天前，他拿出了米高梅幻影公司的 5 000 万股股票，这大约是他持有的该公司股票的 1/3，来作为他在美国银行 6 亿美元信用额度的抵押。由于这些股票的价值大幅度缩水，克科里安不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得不将股息也作为抵押。同时，三角洲石油公司（Delta Petroleum Corporation）的股票价格也多年处于低位，克科里安也将它们作为银行信用额度的抵押。特拉辛达公司曾宣称看到了“赌博业、酒店业以及石油天然气业的独特价值所在”，并断言会一直“从事这些产业”。这就意味着受到财富大幅缩水的冲击，克科里安很有可能需要通过抛售福特汽车公司的股票，来维持他在米高梅幻影公司的股份。

投资福特汽车公司时的失误 时间表

2007年，克科里安试图购买福特汽车公司的捷豹和路虎这两个品牌的经营权，但是遭到了福特汽车公司的断然拒绝。随后，自2008年4月开始，约克代表特拉辛达公司和福特汽车公司的首席执行官艾伦·穆拉利和首席财务官多纳特·勒克莱尔进行谈判。

2008年4月27日 约克告诉勒克莱尔，特拉辛达公司已经购买了1亿股福特汽车公司的股票，占该公司总股份的4.7%。

2008年4月28日 特拉辛达公司进行投标报价，以每股8.5美元的价格再次购入了2 000亿股福特汽车公司的股票，占该公司总股份上升至5.6%。

2008年6月 特拉辛达公司再次购入了2 000股福特汽车公司的股份，截至6月底，他总共持有该公司的股票达到了1.408亿股，价值9.95亿美元。此时，他持有福特汽车公司6.43%的股份，成为了该公司最大的私人股东。

2008年10月 10月10日，福特汽车公司的首席财务官勒克莱尔辞职；一周之后，董事会其他两位关键成员也相继辞职。克科里安公开表示他对此事很“关心”。同时，福特汽车公司的股票大幅下降到每股3美元以下，克科里安的投资遭到重创。

2008年10月21日 特拉辛达公司宣布，克科里安以平均每股2.43美元的价格卖出了730万股福特汽车公司的股票。而他其余持有的福特汽车公司1.335亿股股票的价值为2.897亿美元，其价值损失了2/3。

2008年12月29日 克科里安卖出了他持有的福特汽车公司的剩余股票，损失近7亿美元，也可能多达8亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

以下是克科里安在投资中忘记了的事情：

克科里安忘记了用自己的规则来控制激情。虽然规则和激情对他的成功都起到了关键作用，但是当这两种因素彼此冲突时，它们会产生各种不同的结果。在投资的世界中，情绪是规则的对立面。然而，克科里安对美国汽车业的激情正是他对其进行投资的决定性因素，为了成为美国三大汽车生产商的股东，他一共尝试了四次。到头来，他的平均成功率从 1 下降至 0.25，其中的原因恰恰就是规则的缺失，他不再客观了。

当克科里安第一次投资克莱斯勒公司时，他成功了。当然，他拥有其他投资者少有的资源和对克莱斯勒公司施加影响的能力，但是这些其实都不是重要原因。重要的是他取得成功的模式：克科里安在公司处于低迷期而经济处于繁荣期的时候买进，然后耐心地使公司渡过难关，直至经济复苏汽车业也复苏的时候再卖出，最终他大赚了一笔。

这是一个传奇投资者进行的一笔睿智的交易，同样也是他作为世界上最成功的商人之一的一段绝佳交易经历。

在克科里安投资通用汽车公司的经历中，运气却比投资技巧发挥的作用更大，因为在他投资通用汽车公司后，该公司的基本情况迅速恶化。那么是什么发生了变化？主要是竞争格局。众所周知，更具吸引力和质量更过硬的进口车抢占了美国汽车业巨大的市场份额。此外，继承人联盟的成本影响了美国三大汽车生产商，而在美国的外国汽车生产商却没有面临这样的问题，这就使得三大生产商很难降低汽车的价格。另外，尽管“克科里安因素”拉涨了通用汽车公司的股价，给投资者制造了公司价值尚未完全实现这样的印象，但是可能有人会指出，在克科里安持有该公司的股票时，其股价已经被显著地高估了，后来这一情况也得到了证实。

克科里安最重要的资源是约克，他曾是汽车业内一名出色的管理人员，很显然他也非常倾向于投资这一行业。尽管没人会知道克科里安和约克给通用汽车公司董事会提出的建议可否挽救该公司最终走向破产的命运，但是鉴于当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整个汽车业都面临着资金紧张的局面，所以拥有最差的资产负债表的通用汽车公司不会因为约克的建议而运转得更好。不管怎样，因为约克所建议的改革从来都没有被全面实施过，所以讨论这一点是没有实际意义的。

对克科里安来说，投资通用汽车公司仍然是一笔赚钱的交易——他不仅赚了股票的买卖差价，还赚了股息。此外，由于退出交易，他避免了大幅亏损。在这一点上，他得感谢通用汽车公司的董事会把他提出的改革建议当作耳边风。

克科里安第二次投资克莱斯勒公司是受到了戴姆勒-奔驰公司的刺激。当时，戴姆勒-奔驰公司意识到购买克莱斯勒公司是个错误，于是开始为将其卖出征集出价。克科里安愿意出价45亿美元，而在1995年，他曾试图以230亿美元的价格购买这家公司。克科里安当时在想什么呢？作为汽车业内战略型的汽车公司而非金融公司，戴姆勒-奔驰公司愿意遭受损失360亿美元的打击这一事实就是一个警钟，就已经暗示了克科里安在投资克莱斯勒公司这件事上必须更加谨慎。的确，克科里安购买克莱斯勒公司一年之后，该公司就几乎处于破产的边缘，后来依靠美国政府的紧急援助才得以维持营业。而如果克科里安当时投下那45亿美元的话，这笔钱也必将会打水漂。

接下来，我们来看一下克科里安在投资福特汽车公司时的失误。当他投资当时全美第三大汽车生产商时，他的投资天赋好像急剧地退化了。为什么他没有预测到自己会在投资福特汽车公司上遭受巨大的损失呢？为什么克科里安过去秉持的规则和激情当时都不起作用了呢？他失去了什么？他犯下的价值亿万美元错误又指的是什么呢？答案很简单：他让激情凌驾于自己的规则之上了。第一次投资克莱斯勒公司时，克科里安获得了巨额利润，受到这一经历的唆使，他对汽车业的迷恋已经发展成了一种过度的激情，而激情最终蒙蔽了他的判断力。

克科里安知道经济正在衰退：他一直以来从事的赌博业、娱乐业和酒店业的顾客人数正在逐渐减少，这已经给他提供了经济衰退的信号。但是，在此之前，他碰到过多次经济衰退，并且因为在衰退时始终积极投资而赚了不少钱，1990年他投资克莱斯勒公司就是一个极好的例证。然而，2008年的经济衰退不同于一般的经济衰退。这就好比1921年的经济衰退使柯克·克科里安的父亲阿伦·克科里安遭受了重大的损失一样，那场经济衰退同样不是所有人都可以在当时轻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易识别出来的。2008 年出现经济衰退的表现是，房屋价格急剧跳水、银行信用大幅收紧，大多数人都因此如临深渊，这可比 1990 年的那场衰退严重多了，而且美国国内汽车的市场定位也缺乏竞争力。克科里安的首席顾问约克并没有比他更明确地界定这次危机。值得探究的是，约克和克科里安签订的合同是否影响了约克的判断，因为这一合同中写明约克可以共享收益，却无需共担风险。克科里安和约克这两个绝顶聪明的人都认定一个投资模型，而这一模型是受制于经济条件和商业条件的。**游戏已经变了，经济背景也已经变了，但他们却没有意识到，这是因为他们没有进行分析，至少可以说他们没有进行细致入微地分析，而只依靠过去的经验行事。这是一切失败的根源所在。**

成功对人的意识会产生非常有趣的影响，尤其是反复取得成功。在一般的情况下，第一次尝试就获得了成功，比如说赢了一场赛马；扔出的套环恰好套住了玻璃瓶的瓶颈；从某笔生意中大赚了一笔等这些成功的经历也许会给人带来一种安全感，这当然是一种错觉，但这种错觉的力量却很强大。而反复取得成功就会强化这种错误的安全感，使人们看不清事实，并削弱意识到时代正在改变的这种能力。在男子体育比赛中，这被称为“胜利者效应”(winner's effect)，获得胜利的运动员体内睾丸素水平会激增，从而使得他一直保持着比赛优势，直到睾丸素水平达到非常高以至于该运动员开始错误地判断时间、距离、影响以及风险，最后导致他输掉比赛。

1990 年，克科里安精心策划了对克莱斯勒公司的投资，并获得了几亿美元的利润。后来，他再次投资这家公司，也全身而退。如果克科里安没有投资策略，那么这些成功都是不可能获得的。看起来似乎毫无理由怀疑同样的脚本在 2008 年会再次上演——在公司业绩很差时耐心等待，一直等到宏观经济回暖。但是，事实并非如此。同 1921 年一样，宏观经济遭遇了转型冲击，而克科里安却错过了。

时代在变，事实也在变，世界上并没有两个完全一样的投资剧本。对某一家公司的激情不应成为对其进行尽职调查中的一个重要部分，但是对在孩童时代就酷爱汽车的克科里安来说，实情却恰恰是这样。通用汽车公司、克莱斯勒汽车公司和福特汽车公司都像是克科里安高中时的恋人，尽管她们长大后就离他远去了，但是克科里安却始终对她们一往情深。任何事情都不会永远保持不变，投资策略也是如此。而这是投资者应该知道的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资启示

- **激情不是投资策略。**不要让你的激情或第一次成功的经历驱使你去进行类似的投资，因为没有哪一种投资策略是永远有效的。

- **每一次都要进行尽职调查。**虽然过去投资于某一领域、某一只股票或某一个行业的经历对进行新的投资是有参考价值的，但是仍然必须对新的投资项目进行全面的尽职调查，以查明已有的一些影响因素或即将出现的新因素。

- **在投资世界中，没有永久的盈利。**没有两个一模一样的投资模式。影响全球经济的因素有很多：宏观经济趋势、全球竞争格局和消费者支出规模，等等。因此，投资者必须持续不断地更新经济层面的数据，也必须经常对常规假设提出挑战，还必须假定即使同一行业的同一只股票也会代表不同的经营模式，所以其投资模式也必须跟着发生变化。

- **质疑投资建议的来源。**对别人提出的建议提出挑战，了解有哪些人是反对这一建议的。不管你是在和一位高素质的经纪人做交易，还是在咨询一位有见识的内部人士的意见，或者是从你的牙医那里得到了一些投资股票方面的小道消息，你都要记住，无论获得多少回报，他们都不大可能与你分担风险。虽然他们的建议也许很值得采纳，但是他们投资的原因、对风险的预测以及他们投资资金占总财富的比例等都可能与你不同。因此，在采纳任何建议之前，你需要自己进行尽职调查。

- **记住你自己的经历。**将当前正在考虑投资的股票和之前的经历进行比较。如果这只股票“看起来像”或者让你记起了自己曾经投资过的另一只股票，那么回忆一下，在过去的那项投资中，你是赚了还是赔了，又是为什么呢？在你卖掉那只股票之后，股价发生了什么变化？卖掉股票是幸运的吗？你最初对公司基本面的分析是对的还是错的呢？也就是说，股票的表现与你基于公司基本面的分析所做的预测是一致，还是不一致呢？如果不一致，那两者之间有什么偏差呢？偏差度又是多大呢？当然，问答这些问题并不是在进行精确的科学分析，但是仍需要尽可能地得出准确的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **分歧敲响了谨慎的警钟。**从你的质疑中产生的任何分歧都是警示的信号，要注意这些分歧。而“尽职调查”这一词出现在 1993 年的美国《证券法》上绝非巧合。可见，投资者应经常进行尽职调查。

- **利用后见之明。**也就是“事后诸葛亮”，不要止于事前对股票的评估。换句话说，在评估股票时，注意不要白白浪费了你的优势：经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

| 忠告 2 |

不要抓住正在滑落的刀

得克萨斯太平洋集团联合创始人 大卫·邦德曼

人们很可能对大卫·邦德曼（David Bonderman）这个名字并不熟悉，但是对得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group，TPG）可能就非常熟悉了。这是由邦德曼创办的私募股权投资公司，该公司管理的资产多达 500 亿美元，在全球 120 个国家都有业务，雇员大约有 60 万人，和马萨诸塞州首府波士顿的人口数相当。据《福布斯》估计，邦德曼的个人净财富已经超过了 30 亿美元，他很有可能比美国地产大亨唐纳德·特朗普（Donald Trump）更富有。通常，只有百万富翁才可以享受到唐纳德·特朗普的产品——高端房地产。但是，如果要享受 TPG 的产品，你却并不需要拥有很多钱。很可能在生活中的某一时刻你就在享受 TPG 旗下某家公司为你提供的服务。

例如，你曾买过汉堡王的食物吗？你坐过美国大陆航空公司（Continental Airlines）、美西航空公司（America West）或中西航空公司（Midwest Airlines）的航班吗？如果答案是肯定的，那么你就曾享受过 TPG 为你提供的服务。TPG 利用飞思卡尔（Freescale）生产的半导体芯片来配备你的联想电脑、为你的手机或其他的电子产品充电。它也为你提供尼曼（Neiman Marcus）和 J. Crew 设计的衣服。当你在哈拉斯娱乐公司（Harrah's Entertainment）的赌场里赌博时，它还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为你提供住宿的地方，而且世博控股公司（Sabre Holding）则很有可能为你定好前往哈拉斯赌场的机票。你应该看过 TPG 旗下米高梅电影公司出产的电影，其中包括詹姆斯·邦德的最新电影。而如果你会说西班牙语的话，还可以收看环球电视台（Univision）的节目。牛津健康计划（Oxford Health Plans）则可以为你提供精心的医疗护理；德尔蒙食品公司（Del Monte）为你和你的家人提供食品，同时 PETCO 则为你的爱狗提供食物。如果你生活在得克萨斯州，那么你会是从得州公用事业公司（TXU Energy）购电的 200 万人中的一个。

TPG 曾经全部或部分地拥有上述公司以及很多其他公司。TPG 对亚洲的影响和对美国及欧洲的影响同样广泛，它在亚洲开设了 10 家公司。

不足为奇的是，2008 年 4 月，TPG 同意斥资 20 亿美元投资一家拥有长达 120 年历史的银行。该银行在美国 15 个州开设了 2 239 家零售银行，持有客户的按揭贷款规模高达 1 200 亿美元。而其他大型机构投资者也跟随 TPG 投资这家银行，共投入了额外的 50 亿美元。

令人震惊的是，同年九月，该银行倒闭了——这是当时美国历史上最大的银行倒闭案。尘埃落定后，遭受损失最大的是 TPG。当然该集团投入的 20 亿美元也随之化为了泡影。

不同颜色的袜子

当邦德曼即将迎来 60 岁生日时，他决定为自己举办一个生日派对。在谈判交易时总是精神高度集中、而且非常严肃的他却在稀有的休息时间非常放松。为了庆祝这一里程碑式的日子，他邀请了 500 位客人到拉斯维加斯度过了一个全程免费的周末。因为他当时还没有购买哈拉斯娱乐公司，所以他把客人全部带到了百乐宫酒店（Bellagio），在那里，他和客人们愉快地进餐和娱乐。邦德曼一向具有很强的幽默感，即使拿自己开玩笑也不在乎，他邀请了喜剧巨星罗宾·威廉姆斯做晚会的主持人，而威廉姆斯的表现也并没有让大家失望——他在邦德曼的家人和朋友面前表演全面的“邦德曼”：从 30 年前在印度工作的和平队工作者一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到如今的全球富豪。随后，邦德曼将客人送往滚石酒店（Hard Rock Hotel）的音乐大厅，让他们享受到了由约翰·库加·梅伦坎普（John Cougar Mellencamp）和滚石乐队演奏的小夜曲。

参加这场派对的客人来自诸多行业，他们都证明，邦德曼是一个非常矛盾的人。他曾是民权律师，却在百乐宫酒店的饭店和球形大厅之间搭建了一个临时楼梯，以免他的客人和酒店里的其他人混在一起。他不是时尚的奴隶，似乎总是穿着一身皱巴巴的深色西装，但脚上却穿着一双颜色鲜亮的袜子。他不买豪华汽车，认为它们太炫耀了，但却买了一架价值 4 500 万美元的飞机。他是一个忠诚的环保主义者，为大峡谷信托基金会（Grand Canyon Trust）这样的环保组织投入了大量的时间和精力，但他的大家庭和私人飞机产生的碳足迹规模有整个得克萨斯州那么大。他回避大众媒体，但当他要发行私募股权公约的时候，又会巧妙地抓住几家大媒体的视线。

邦德曼的朋友和合伙人都叫他“邦多”（Bondo），但他远非像帕丽斯·希尔顿一样难觅踪影。除了可以在他位于得克萨斯州和科罗拉多州的家里找到他之外，另一个可以找到他的地方就是在他的湾流私人飞机（Gulfstream）上的董事会会议室里，也许当你找到他时，他正在比较巴布亚新几内亚的美景和某项交易的利润，且对这两者同样满意。

通过投资和控制世界上那些无所不在的品牌其所属公司的股权，邦德曼如何攀上商业世界的顶峰呢？那是一个传奇。20 年来，他为投资者们带来了逾 30% 的年均回报率，也为自己创造了几十亿美元的财富。在这之后，他又是怎样犯下一个代价极其昂贵的、有些人甚至认为是粗心的价值亿万美元的错误，而且这段交易从开始到结束才不过 6 个月？

鲨鱼般的性格

“出生恋巢”（natal philopatry）这一术语是用来描述某些物种回家繁殖后代的行为的。海洋生物学家们观察到，出生在海洋中某一特定海域的鲨鱼会游很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遥远的距离以抵达它们的出生地进行繁殖。邦德曼于 1942 年出生在得克萨斯州的沃思堡（Fort Worth），那个年代是“最伟大的时代”，因为第二次世界大战已经打响了。41 年之后，邦德曼重返故土，为亿万富翁罗伯特·巴斯（Robert M. Bass）的投资帝国工作。虽然邦德曼作为首席运营官加入了罗伯特·巴斯集团（Robert M. Bass Group, RMBG），但他却追求为巴斯的私募投资组合中加入新的公司。由此可见，尽管他没有鲨鱼对于猎物的掠夺热情，却有鲨鱼般的精准。

今天，邦德曼一直以一种友好的方式为他自己的集团 TPG 做这样的交易。他从不撕裂或咽下猎物，而是修复收购来的公司，并为它们提供管理技巧——如果有必要，还为这些公司提升管理团队的能力，让其起死回生，进而为 TPG 和其投资者带来丰厚的利润。

邦德曼的经历很适合用“出生恋巢”来形容，因为在回到家乡重新开启新的生活之前，他走过了漫长的旅程。他毕业于位于西雅图的华盛顿大学，主修俄语，并获得了优等毕业生的荣誉。随后，他就读于哈佛大学法学院，同样以优异的成绩毕业。他还曾是位于新奥尔良市的杜兰大学（Tulane University）法学院的助理教授。他搬到华盛顿后，最初在美国司法部民权司（Civil Rights Division）做司法部长的特别助理，随后他便成为阿诺德 - 波特（Arnold & Porter）这家口碑一流且非常具有影响力的律师事务所的合伙人。

作为一名执业律师，邦德曼擅长的领域是公司、证券和反托拉斯的相关诉讼案，正是他掌握的法律知识使其能在私募股权的世界里自由遨游。虽然从表面上来看，他的家位于得克萨斯州，但是实际上他的家在科罗拉多州的阿斯彭（Aspen）。在那里，他拥有一座 1 300 平方米的豪宅，坐落在一片 3.7 平方公里的保护区内。他的同事们戏称这片保护区为邦德林（Bonderosa）。

邦德曼的私人飞机确实让人眼红，但是作为一个自然资源保护论者和环境保护者，他却令人无可厚非。他一直是荒野保护协会（Wilderness Society）、世界野生动物基金会（World Wildlife Fund）和大峡谷信托基金会董事会的成员，也为环保事业贡献出了自己的法律才华——为加利福尼亚州的环保组织、华盛顿和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约的一些地标保护组织提出公益诉讼，在其中一个案件中，他甚至出现在美国最高法院里。当大多数执业律师只能梦想着出现在美国政府最高级的九大司法部门里时，邦德曼已经多次站在美国最高法院里展示他的法律才华了，而且记录表明法官每次都会站在他这边。

邦德曼经常四处奔波，他从未停止过旅行，几乎是个“空中飞人”。据说，他每年坐自己的私人飞机航行 2 000 小时，这是一架往返于纽约和菲尼克斯（Phoenix）之间的航班在工作日飞行的时间总和。邦德曼的商务旅行让他能视察全世界所有在 TPG 旗下的公司，其中包括在亚洲、欧洲的公司。邦德曼一般都会去美国以外的国家度假，这样他就可以更好地运用自己掌握的阿拉伯语、法语，以及像洋泾浜语（Pidgin）和乌尔都语（Urdu）这样混杂的方言。无止尽的航行经常使得邦德曼显得有点邋遢，他稀疏的头发看起来总像没梳过一样。

重获新生

出于公益目的，邦德曼在美国最高法院上成功地使纽约中央火车站能完好地保存下来，正是由于这件事才让他遇见了罗伯特·巴斯。巴斯一直致力于保护沃思堡市的历史建筑免遭破坏，而当时他正在打一场保护地标的官司。于是，他找到邦德曼当他的法律顾问，两人之间的友谊也逐渐建立起来了。随后，巴斯邀请邦德曼作为首席运行官进入他的集团（RMBG）工作。巴斯的哥哥锡德·巴斯（Sid Bass）成功地将祖辈留下来的一家中等规模的石油天然气公司转变成了一家价值几十亿美元的大公司，因此也广受公众的赞誉。也许是为了争取在金融方面的主权，巴斯自己创办了一家公司，专门进行“杠杆收购”（leveraged buyout）[①]，并且邀请邦德曼帮他实现这个设想。从表面上看，这是一次奇怪的人才收购行为：因为对于投资这一行，邦德曼从未表现出明显的兴趣，而且从 RMBG 所有的投资项目中可以看出，该集团需要具有高超的投资技巧的人才。

当年，纽约扬基队（New York Yankees）从波士顿买下巴比·鲁斯（Babe

① 杠杆收购是指公司用自己的资产进行抵押，借贷大量资金以收购其他公司的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ruth），这无疑是美国职业大联盟史上最伟大的人才收购案之一，这次收购点燃了鲁斯的新生，使他最终成为一个职业棒球强打者。这正是纽约扬基队希望达到的目标。有了鲁斯这个主心骨，该队逐渐成了世界上最成功的职业棒球队。至少纽约扬基队知道鲁斯可以帮助他们实现目标，但是罗伯特·巴斯甚至不了解邦德曼知不知道投资的哪一方会最终获利。换句话说，没有任何关于邦德曼拥有杰出的投资技能的记录，因为他从未涉足过这一领域。然而，巴斯收购邦德曼却比纽约扬基队收购鲁斯更有意义。的确，把邦德曼培养为一个棒球队的力量型击球手可能比培养一个小孩更难。毕竟，鲁斯曾以打棒球为生，但是对邦德曼来说，投资领域的电子试算表和投资计算器都是全新的工具。

什么是私募股权?

和对冲基金公司一样，私募股权公司是一种投资公司，其资金来源于富有的个人或者大学捐赠基金和养老基金等。而私募股权公司的基金经理获得的报酬有两个来源：其管理的资产评估价的1%~2%，或者利润的20%~30%。虽然基金经理的酬金结构和对冲基金相似，但是这两者的锁定期，或者说投资期限的区别却很大。在一次于香港召开的资本风险大会上，邦德曼这样解释私募股权："私募股权的锁定期很长，因此不管你喜不喜欢我们的表现，在未来的12年中，你都必须要与我们合作。（讲到这里，邦德曼舔了一下嘴唇，像是要给听众一个吻。）而如果你投资的是对冲基金的话，那么在未来的45天里，你都必须要与我们合作，除非你给出通知或飞出地狱。"私募股权的锁定期更长的原因很简单：私募股权投资通常要花更长的时间才能产生收益。

两个最流行的私募股权投资方式是风险投资（venture capital）和杠杆收购。前者为那些处于发展初期的公司提供资金，后者是罗伯特·巴斯所擅长的，而邦德曼也是通过这种方式获得了从事这一行业的初步经验。于是，TPG集中精力从事杠杆收购，收购那些价值被低估且管理不善的公司。这些公司通常都是一些上市公司，TPG要么将其收购到自己旗下，要么收购这些公司的大部分股权。为了筹集这些交易所需的资金，TPG不仅拿出了一部分投资者的资金，还通过抵押目标公司的资产以获得贷款的方式来支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付。这就是所谓的“杠杆收购”，因为收购是通过杠杆化目标公司的资产来进行的，或者说通过向目标公司借款来实现的。最终，TPG 会将收购的公司出售给另一家公司或者通过首次公开募股的方式再次让其上市。在这期间，TPG 会以现金收益或出售其子公司的方式持续地从另一家收购来的公司榨取利益。

举个例子，假设你拥有一座房子，占地 8 094 平方米，没有按揭贷款，急需粉刷。而 TPG 从你手上买下了这座房子，房价总额的 20% 通过现金支付，剩下的则通过按揭贷款的方式来支付。接下来，TPG 将你的房子装修了一番，重新粉刷，并将土地分成了两部分。然后，TPG 售出了房子旁边的那块土地，从中它不仅获得了支付给你的房子的首付款，而且还获得了一些利润。此外，它将房子租了出去，利用租金来支付每个月的按揭贷款。但是，这样一来，TPG 仍然还有按揭贷款要还。于是，它希望房子的价格上涨，直到可以将按揭贷款全部还清且还能产生一部分利润为止。

至于别人的钱，如果你可以得到，那么你就可以利用其为自己挣钱。

引自路透社博客“交易空间”(DealZone)，《交易和交易撮合者背后的故事》(*Behind the Deals and Deal-Maker*)，2008 年 11 月 17 日，作者迈克尔·弗拉特利 (Michael Flaherty)，http://blogs.reuters.com/reuters-dealzone/2008/11/17/bonder-mans-investor-kiss。

邦德曼迫不及待地开始了新工作。起初，他和获得斯坦福大学 MBA 的詹姆斯·库尔特（James Coulter）一起工作。通过两个人的共同努力，他们为公司带来了一次又一次的成功，也为巴斯赢得了几十亿美元的财富。他们大部分的成功完全可以归功于大胆地负债收购。例如，有一次，他们购买了纽约市的广场饭店(Plaza Hotel)，7 个月之后，他们又轻而易举地将其转手卖给了地产大亨唐纳德·特朗普，从中获得了高达 60% 的利润。可以说，他们胜过了特普朗。因为早在邦德曼买下广场饭店之前，特普朗就宣称一定要买下它，但是从巴斯的手中买下这家饭店使他花了更多的钱。

有时，私募股权的合伙人也会对投资有所帮助。例如，美国政府放宽对有线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电视行业的管制就帮了大忙，这使得 RMBG 在出售 Wometco 有线电视公司时大赚了一笔。1984 年，美国政府再次助力邦德曼。虽然在杠杆收购界内比较受人尊敬，但是邦德曼和库尔特却没有和金融家亨利·克拉维斯（Henry Kravis）相匹敌的声望，当然他们也没有在意这一点，最终他们赢得了那场交易，这也再次让邦德曼和库尔特声名远扬。

这笔交易之所以会成功是因为当时美国很多储蓄贷款机构处于经营困境之中。那并非不寻常，金融机构似乎可以轻易让自己陷入困境。而 20 世纪 80 年代时的那场危机就像是 2008—2009 年金融危机的预演。当时，激进的放贷政策、宽松的金融监管以及银行管理层不惜一切代价促使利润上升的愿望导致了大量储蓄贷款机构纷纷破产。于是，美国政府开始陆续掌控这些破产的金融机构，并动用联邦基金来稳固它们的金融基础。与次级贷款危机引发的一系列问题不同，20 世纪 80 年代的这场危机大部分仅限于储蓄机构，其损失也只有数百亿美元，而不是几万亿美元。

为邦德曼的投资历史描上浓墨重彩的一笔的事情与其总部位于加利福尼亚州的美国储蓄贷款协会（American Savings & Loan Assocition）有关。1984 年，在该协会的存款出现问题之后，美国政府接管了这家当时全美最大的金融机构。随后，该协会的董事会任命了新的管理层，但是新的管理层轻率地购买了价值几十亿美元的按揭证券，结果遭遇了失败。（是不是很耳熟？）为了将这家仍然脆弱不堪的机构尽快出手，美国政府开始招标以卖出美国储蓄贷款协会。为了刺激潜在的投标者，美国政府还提供了 20 亿美元的联邦基金，并且从该银行的资产负债表中取走 140 亿美元的坏账放在一家“坏银行”中。这样一来，重组后的美国储蓄贷款协会就将持有同样数目的良好贷款，而美国政府的行为也保证了其有稳定的收入来源。

在邦德曼和库尔特的带领下，巴斯的团队通过努力以 5 亿美元中标——以这么低的价格就收购了这家在经济上颇具吸引力的机构。从这项交易中，巴斯除了获得了一家资产受到美国政府担保的财力雄厚的机构之外，还获得了 3 亿美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收优惠。此外，每年他还可以从那家“坏银行”获得 1.6 亿美元的利息收入。有美国政府的担保，4.6 亿美元的收入，还有税收方面的优惠，这真是一笔毫无风险的交易。

邦德曼和库尔特获得了纳税人如此慷慨的赠予，这令金融界非常眼红。然而，到此故事还没有结束，实际上它才刚刚开始。这项交易结束了 7 年多后，邦德曼将美国储蓄贷款协会转手卖给了总部设在西雅图的华盛顿互惠银行（Washington Mutual），邦德曼从中获得了超过 15 亿美元的利润。此外，他还成为了华盛顿互惠银行董事会的成员之一。尽管邦德曼于 2002 年结束了他在华盛顿互惠银行的任期，但是他和该银行首席执行官的友谊却持续得更为长久，并最终使他又投资了另外一家陷入困境的银行。

但那是后来发生的事情。1993 年，成功卖出美国储蓄贷款协会这笔交易让邦德曼和库尔特兴奋不已，他们决定出来单干。但触发他们作出这个决策的却是另一笔潜在的交易，这笔交易涉足的领域是航空业。当时，美国大陆航空公司陷入了困境，RBMG 只需要用相对较少的现金和大量的负债就可以将其据为己有。但是，罗伯特·巴斯认为这笔交易风险太大而拒绝参与。看到了商机的邦德曼和库尔特就趁机向巴斯递交了辞呈。后来，他们建立了一家公司，并为公司取了一个十分贴切的名字——“航空伙伴”（Air Partners）。这两位 TPG 的元老筹集了购买美国大陆航空公司所需的 6 600 万美元，成功完成了他们的第一笔交易。

随后，邦德曼和库尔特创建了得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group）。该集团的名字是他们两个人家乡所在地的组合——邦德曼的家乡在得克萨斯州的沃思堡，库尔特的家乡在旧金山。而这种组合也预言了他们两人是多么具有互补性，他们之间的差异使得这一组合具有 1+1>2 的效应。事实上，邦德曼是一个激进的冒险家，而比他年轻一些的库尔特则要谨慎得多。第三位合伙人威廉·普赖斯（William S. Price）也适时地加入了他们，而他同邦德曼一样也是一位受过良好教育的律师，负责构建交易结构。

成功买下美国大陆航空公司是一个良好的开端，然而过了很长时间之后，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们才重新获得了如此巨大的成功。事实上，随后的几笔交易都很稀松平常。但是，得克萨斯太平洋集团仍然获得了巨大的成功，而且发展成为一个大规模的、非常稳定的集团。他们三个人也随之将公司的名字缩短为更加简洁的 TPG。随后，TPG 开始收购那些让任何一个私募股权专业人士都垂涎欲滴的名牌公司，这使他们获得了一次又一次的巨大成功。在整个 20 世纪 90 年代，捐赠基金和养老基金的管理机构越来越多地投资于私募股权，TPG 则是这一趋势最大的受益者之一，而这种趋势也让邦德曼和他的两个合作伙伴开始进行规模更大的交易。

实际上，其他的私募股权公司也都获得了成功。生机勃勃的经济就像海潮一样，使所有的金融机构都力争上游。有时候，TPG 发现自己正在和其他的私募股权公司竞争，实际上这一行业的竞争已经越来越激烈了。虽然 TPG 拥有庞大的资产规模，但是邦德曼和他的团队仍然被迫要去寻找更大宗的交易，这样他们才会在金融界产生更大的影响力。

筋疲力尽的收购

华盛顿互惠银行收购美国储蓄贷款协会是在邦德曼 1996 年时精心策划的一笔交易，也是华盛顿互惠银行首席执行官克里·基林格（Kerry Killinger）策划的一系列收购案中的一个。而他的收购故事对理解邦德曼的收购故事至关重要。作为收购者，基林格认为规模越大越好，因此他收购公司就像疯狂购物一样，在他面前最疯狂的购物狂也相形见绌。他购买了很多大型金融储蓄机构，如位于加利福尼亚州的阿曼森公司（H.F. Ahmanson）和纽约的大亨银行（Dime Savings Bank）等。他还吞并了一些多重抵押贷款机构，收购了多家信用卡发行银行，让华盛顿互惠银行变成了全美第三大抵押贷款发放机构以及第九大信用卡公司。2002—2007 年，在邦德曼离开他在华盛顿互惠银行的董事会职位期间，基林格收购了 30 多家金融机构，使得华盛顿互惠银行的资产负债表上的潜在负债显著增加。于是，雷曼兄弟公司、高盛集团以及其他的诸多大型金融机构都躲在角落里伺机而动，利用自身的资本煽动基林格的扩张策略，它们在市场上寻找那些愿意支付大笔费用以获得现金的客户来收购更多的公司。华盛顿互惠银行和基林格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购的那些负债累累的公司没有任何不同，唯一不同的是，在这个收购案中，“次级”一词是用来形容个人的，而不是用来形容像华盛顿互惠银行这样的全美第三大抵押贷款发放机构的。

这些收购案的背后隐藏着一个计划，基林格确信每个人都知道这一点。他想为信用产业制造一个标签，以华盛顿互惠银行的名义永远地改变这一产业。他的目标是把华盛顿互惠银行变成“银行业的沃尔玛”，他曾在 2003 年发表的一份声明中反复提到了这一点，且丝毫没有注意到自己的言语中蕴含了强烈的讽刺意味，他说：“我希望我们的银行去做沃尔玛所做的事，星巴克所做的事，好市多所做的事，以及家得宝公司（Home Depot）和劳氏公司（Lowe's）所做的事。我想如果我们完成了这项工作，那么 5 年后，你们再也不会把我们的公司叫作银行了。”

像沃尔玛一样，基林格的策略是集中服务中低阶层。这既不是一个新颖的策略，也不是一个原始的策略，因为这一阶层早已是很多银行的目标客户。毕竟，除了按揭房贷之外，所谓的高净值客户既不会到当地的银行去申请房屋净值贷款，也不会要求提高信用卡的透支余额，只有广大的中产阶级会有这方面的要求。此外，由于这一期间的利息率较低，所以拥有良好信用等级的客户也没有享受到多少好处。因此，基林格大胆地进入了次级贷款市场，给那些由于不良信用记录很难从其他金融机构获得贷款或抵押货款的人提供贷款。

从总体上看，这些人的生活入不敷出，其中大多数都已经债台高筑，有的还有还款违约记录。但是，基林格告诉这些人，没关系，如今的美国正处于经济繁荣昌盛的时代，在这个时代，人们可以心安理得地借钱装修房子、买平板电视、换新车、搬到更大的房子里面去住，等等。此时，美国各地的广告牌和广播电视里面的广告都像是银行发出的邀请函，让人们对入不敷出的生活感到心安理得，并催促人们赶紧到附近的银行申请贷款。实际上，人们从互联网上就可以轻而易举地申请到贷款。

华盛顿互惠银行变成了这些次级贷款借款人最大的放款人之一，而借款人通常不需要提供任何收支证明就可以从该银行借到钱。当时，这被称为“无收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明贷款”（No-doc Loan），而华盛顿互惠银行正是这种方式的推广者和提供者。华盛顿互惠银行在电视上打出了一则令人有点厌烦但引人注意且非常有效的广告，其中的“哟呼”（Whoo Hoo）一词还被一些美国词典收录。[①]

对华盛顿互惠银行来说，发放次级贷款是一个高利润的行业，当然，该银行会向那些急需贷款而信用较差的申请人收取较高的利息。随着赚取的利润越来越多，华盛顿互惠银行成了美国国内发展最快的银行之一，其首席执行官基林格也变得像摇滚巨星一样令人瞩目。2002—2008年，他的平均年薪超过了1 200万美元，2007年他则获得了个人最高年薪2 200万美元。《福布斯》还曾将其评为美国国内薪酬最高的首席执行官。投资银行对他奉承有加，焦急地询问他的下一个收购计划，以便从中收取高额的费用。这些投资银行为华盛顿互惠银行提供了大量流动性，这样华盛顿互惠银行才有能力放出更多的贷款。除了为华盛顿互惠银行提供资金之外，华尔街还将贷款打包变成资产支持证券（asset-backed securities, ABS），卖给那些渴望获得高于市场回报率的投资者。这些行为在华盛顿互惠银行的股价中都得到了体现：2002年，也就是邦德曼离开该银行董事会的那一年，华盛顿互惠银行的股票价格达到了每股30美元左右，2007年时则达到了每股45美元的历史峰值。

可以肯定的是，基林格一定知道自己在做些什么。

以跳楼价收购一家顶级金融机构

经济泡沫就像一个不断膨胀的气球。气球不断地膨胀，直到乳胶再也承受不了时，气球就会“砰”的一声爆炸了。经济泡沫的破灭也像气球一样，是可以预料到的。不管是从物质构成还是从形态变化来看，人们都能看到气球将会爆炸的迹象，只是爆炸的时间可能不太好预测。

当听到气球爆炸时，我们会不自觉地跳起来。虽然知道气球要爆炸，我们的

① 这一词更合理的拼写方式应是Woo Hoo，后被美国电视动画里的卡通人物霍默·辛普森（Homer Simpson）所挪用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神经也做好了准备，但是巨大的声响和彻底的炸裂还是让我们跳了起来。当经济泡沫破灭时，其结果也一样是具有毁灭性的，只是我们听不到声响罢了。实际上，在任何人注意到之前，经济泡沫可能已经破灭了，仅仅留下了一些残留物作为破灭的证据。

基林格没有注意到他手中的泡沫马上就要破灭了。2007 年，大量金融机构的抵押信用下降，导致它们遭受了巨大的损失。即便如此，基林格仍坚持认为，华盛顿互惠银行不会遭受同样的命运，他在公众面前反复地声明，华盛顿互惠银行的生存能力很强。2007 年 8 月，他对《旧金山纪事报》(*San Francisco Chronicle*)的记者说，他对目前正在进行的风险管理改革感到非常高兴，宣称自己对贷款组合也很满意，并期待几个季度之后，信用危机就会过去。

事实证明，基林格的预测能力和他的风险管理水平相当。华盛顿互惠银行持有的按揭贷款、普通贷款和信用卡债务的违约率飞涨。2008 年第一季度末，基林格急需大量现金注资，但是从哪里获得这笔现金呢？当时，大家都在猜测。

邦德曼的私募股权集团 TPG 拥有充足的现金。最近，TPG 将从投资者那里筹集到的 260 亿美元分作两笔资金使用。其中较小的一笔 60 亿美元用来收购那些等待美国政府紧急救助的金融机构。由于信用环境日益恶化，美国政府不得不出手救市。邦德曼以前看过这场“电影”。早在 25 年之前，他和库尔特就在收购美国储蓄贷款协会这笔交易中享受到了成功的喜悦。他一定会想，真是似曾相识啊！以跳楼价收购一家顶级金融机构，这样的机会实在是千载难逢，只不过没想到这样的机会竟然又被他碰到了。邦德曼简直不敢相信自己会有如此好运。

确实，虽然美国政府这次还没有介入这笔交易，但是人们也有理由相信，美国财政部不会让华盛顿互惠银行破产。毕竟，一个月前，也就是 2008 年 3 月，摩根大通获准收购了贝尔斯登公司(Bear Stearns)，美国政府为其提供了 300 亿美元资金，并愿意承担摩根大通在这项收购案中可能遭受的小部分损失，从而避免了贝尔斯登公司倒闭的命运。

12 年之前的 1996 年，当华盛顿互惠银行收购美国储蓄贷款协会时，邦德曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和基林格之间就建立起了深厚的友谊，这份友谊一直持续着。即使在2002年，当邦德曼离开工作了6年的华盛顿互惠银行的董事会后，他们之间虽然没有了商务上的来往，但是仍一直保持着良好的关系。

如同某位诗人所说的那样，4月是最残酷的月份。确实如此，华盛顿互惠银行在4月时承受的压力越来越大。一向很宽松的银行贷款标准突然开始收紧，政策规定，贷款时需要冲销资产。银行监管者则急于避免另一场“贝尔斯登崩溃”，他们敦促华盛顿互惠银行的董事会将银行卖给摩根大通，而摩根大通也愿意进行这笔交易。

基林格却想保持华盛顿互惠银行的独立性。他很清楚，如果摩根大通并购了华盛顿互惠银行，那么他就会失去首席执行官的职位。他也认为，摩根大通的出价——每股8美元的价格太低了，比华盛顿互惠银行52周以来的股价最低值每股8.72美元还要低，所以他拒绝了摩根大通。基林格也尝试着从主权财富基金和国有基金那里筹集资金，这些基金一般是在全球范围内进行投资的。为此，他敲开了新加坡、科威特和沙特阿拉伯等国的大门，向他们开口借钱，但是这些国家都拒绝了他。这可能是因为这些国家已经给花旗银行和雷曼兄弟公司这样面临倒闭的金融机构注入了1 000亿资金，所以他们再也不想遭受更大的损失了。随着华盛顿互惠银行的情况每日俱下，基林格需要采取更加有效的行动，因为他仍然不愿承认失败。最后，他只好求助于自己的老朋友邦德曼。

据说，邦德曼和他的合作伙伴对华盛顿互惠银行进行尽职调查的时间不到一周，对这样一笔复杂的交易而言，这点时间简直短得不可思议。而邦德曼作出决策的依据是自己和基林格的友谊，他的直觉，以及他之前在华盛顿互惠银行担任董事会成员的经历。此外，曾经在银行业萧条时期成功收购美国储蓄贷款协会的经历也很可能让他对这笔交易掉以轻心。对邦德曼来说，收购华盛顿互惠银行就像是回到了老家。但是这一次，不是像2002年那样作为被收购对象，而是要作为收购者，去收购一家更大更重要的公司。

这并不是说情绪控制了邦德曼。对他这样一个私募股权业内最成功的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且惯于进行仔细分析的人来说，情绪从来都不是他投资的动力。他有足够的理由相信这项投资会给 TPG 带来荣誉和高额的利润。2008 年 4 月 9 日，仅仅在摩根大通打算以每股 8 美元的价格收购华盛顿互惠银行的一周之后，邦德曼就以基林格能够接受的价格收购了该银行。而这项投资的融资结构给我们解释了 TPG 是如何进行收购的。

TPG 一共给华盛顿互惠银行注资了 70 亿美元，考虑到当时该银行的总价值大约是 90 亿美元，这实在是一笔不小的数目。TPG 主导了这笔交易，双方谈判后，决定以每股 8.75 美元的价格收购华盛顿互惠银行，这一价格比当时的股价少了 1/3。交易条款阐明，如果未来 18 个月之内，华盛顿互惠银行能以更低的价格筹集资本，那么双方将重新设定交易价格，这项条款让 TPG 有权要求退还差价。而 TPG 这 70 亿美元的来源是，TPG 的自有资金 13.5 亿美元，其联合投资人的资金 6.5 亿美元，剩下的 50 亿美元则来自独立投资者。作为交易的一部分，华盛顿互惠银行同意削减股息，以保留现金走出金融困境。

当然，华盛顿互惠银行出售如此大份额的股权需要得到公司股东的支持。2008 年 6 月 24 日，公司股东投票批准了董事会的决定，将公司一半以上的股权卖给 TPG 和其他投资者。随后，邦德曼再次成了华盛顿互惠银行董事会的成员，他将帮助这家公司重返盈利时代。当时，大家都是这样认为的。

交易双方当然也是这样认为的。宣布正式成交的那天，华盛顿互惠银行的股票收盘价升高了 30%，实际上已经消除了被 TPG 以折扣价收购遭受的损失。这并不是因为华盛顿互惠银行能优化自己的资产负债表，那只是次要的原因。在投资者眼中，邦德曼才是最重要的。毕竟，邦德曼曾经在华盛顿互惠银行的董事会工作了 6 年，非常清楚公司的情况。另外，他和该银行的首席执行官基林格的关系非常密切，而且他本人就是一个精明的投资者。无可争辩的是，相对于这笔交易本身，普通投资者更相信邦德曼，再加上他们也没有时间去进行综合的尽职调查。于是，那些“知情人士”将钱投在哪儿，他们也跟着投在哪儿。但有时这种跟风行为会让他们遭受惨重的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生意是生意，而友谊不是生意

随着2008年春天房地产市场的迅速降温，TPG对华盛顿互惠银行的投资开始快速地恶化。毫无疑问，此时的邦德曼很后悔进行了这项投资。6月，仅仅在交易完成的两个月之后，邦德曼和其他董事会成员就一起将基林格请下他坐了将近18年的主席之位。尽管基林格仍然是公司的首席执行官，但是要由别人来监管他对公司的日常经营。

也许让基林格担任任何职务都是一个错误——华盛顿互惠银行的财富正以惊人的速度持续下降。由于股票价格大幅下降，TPG不得不开始寻找其他资本来减轻投资者和监管人对公司现金已经耗尽的担忧，它甚至同意放弃重置条款。但如果投资最终进展顺利，那么这样做就将会使TPG遭受巨大的损失。夏天的温度一天天升高，TPG的投资却一天天变冷，TPG逐渐发现了其他人早已知道的事实，而它本该从一开始就知道。邦德曼、库尔特以及所有人本该意识到：华盛顿互惠银行只有一屋子遭遇劲风袭击的信用卡。

后来，邦德曼终于受够了。生意是生意，而友谊不是生意。当他投资华盛顿互惠银行时，他曾考虑到自己和基林格的友谊。而现在的状况就如同有人开玩笑时所说的那样，TPG投资的20亿美元“比选择性可调整利率贷款（option adjustable-rate mortgage）蒸发得还要快”。邦德曼和华盛顿互惠银行的其他董事会成员立刻辞退了基林格，这一天是2008年9月8日，距离TPG收购华盛顿互惠银行刚好5个月。这样做既有必要性，也有象征性，其目的在于恢复人们对公司管理层的信心。

最终，TPG还是失败了。2008年9月25日，美国联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Company, FDIC）没收了华盛顿互惠银行的资产。届时，该银行的资产规模高达3 000亿美元，是1984年倒闭的伊利诺伊州大陆国民银行（Continental Illinois National Bank）的将近8倍，而该银行的倒闭成为了美国历史上最大的银行倒闭案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邦德曼之前并没有意识到这一点，那些跟随他的投资者同样也没有意识到。不到 6 个月的时间，70 亿美元就这样蒸发殆尽了。

邦德曼投资华盛顿互惠银行 时间表

1984 年 邦德曼代表 RMBG 从美国政府手中买下了美国储蓄贷款协会。

1996 年 在邦德曼的安排下，华盛顿互惠银行收购了美国储蓄贷款协会。邦德曼加入了华盛顿互惠银行的董事会。

2002 年 邦德曼从华盛顿互惠银行的董事会辞职。

2008 年 4 月 邦德曼的 TPG 斥资 20 亿美元投资华盛顿互惠银行，邦德曼再次加入华盛顿互惠银行的董事会。

2008 年 6 月 华盛顿互惠银行的主席基林格被迫放弃管理公司日常运行的权力。

2008 年 9 月 8 日 基林格被辞退。

2008 年 9 月 25 日 美国联邦存款保险公司没收了华盛顿互惠银行 3 000 亿美元资产，其中包括 TPG 的 20 亿美元资产。

THE BILLION DOLLAR MISTAKE
错在哪里

美国作家托马斯·沃尔夫（Thomas Wolfe）说：“你不能再回家。”这是他的一本著名小说的书名，也作为一个短语被编入了词典中。托马斯·沃尔夫为那本书命名时，他肯定不是想对拥有亿万资产的私募股权投资者说些什么，但是这一短语却很适合用在邦德曼身上。

想象一下，小的时候，你家的房子是一座中等大小的两居室平房，周围被田野所包围，你的家就像是广阔的田野里的一个小圆点。转眼很多年过去了，你长大成人，并且很久之前已经搬离了这座平房。有一天，你决定开车回老家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看看。路标指示你的家就在自己当前所在的街道上，但是当你正琢磨你家的房子究竟在哪里时，不料却看见了一座三层的豪宅，这座豪宅占据了半个街区，两旁的大树高耸入云。唯一熟悉的标志就是邮箱上的数字。你再次回家了吗？一条街道就能确定你家的地址吗？投资于华盛顿互惠银行却不是这么回事。邦德曼造访了一座他从未到过的房子。虽然地址没有变，但是周围的建筑都变了。而他和所有人本应该看到这些变化。

邦德曼犯下的价值亿万美元的错误是，他仓促地进入了一个正在迅速恶化的市场。另外，在进入这一市场之前，他并没有进行详细的调查，而仅仅依靠假设。他用亲密的友谊代替了尽职调查，并且也没有足够的时间来进行尽职调查。因为当时华盛顿互惠银行衰退的速度非常快，急需要资金注入。换句话说，邦德曼很有可能假设现在的华盛顿互惠银行和之前他所熟知的华盛顿互惠银行并没有什么不同，现在的基林格还是那个成功的首席执行官基林格。他认为，再次回到华盛顿互惠银行就如同再次回家了，但是银行巨头的家庭生活已经变了。如果邦德曼有时间像过去一样进行严格的调查和分析，那么他本应该意识到，2008 年的华盛顿互惠银行和 2002 年他从其董事会辞职时的华盛顿互惠银行，这两者只有名字是相同的。

“华盛顿互惠银行几乎在一夜之间就变成了美国最大的按揭贷款银行。但是今年，这个传奇‘砰’的一声爆炸了。其利润遭受重创，并且其首席执行官也正在向整条华尔街道歉。”这是美国有线电视新闻网财经频道网站上的一则新闻标题，而这则新闻报道了华盛顿互惠银行的困境——不是 2008 年时陷入的困境，而是 2004 年时面临的困境，即邦德曼离开该银行董事会两年之后面临的困境。然而，该公司三年之后却又再次面临了这则新闻中指出的问题。尽管 2004 年时面临的问题难度要小得多，但这就是发生危机的前兆：华盛顿互惠银行已经在按揭组合上遭遇了重大损失，其首席执行官只会一味地为公司糟糕的表现道歉，而不去承担失败的收购策略和低标准的放贷条件所带来的后果。

确实，2004 年这一年美国经济艰难，市场低迷。因此，邦德曼也许愿意给基林格一个解释 2004 年华盛顿互惠银行所面临的困境的借口。即便如此，而且即便华盛顿互惠银行在邦德曼任职董事会成员期间从未遭受过损失，但是在其任期之后的 6 年里，基林格共进行了 30 项收购，将华盛顿互惠银行从一家节俭的银行变成了一家信用标准非常宽松的银行，这些事实本应该让邦德曼望而却步了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者不应依赖之前投资某只股票的经验就假定他们这一次投资同一只股票也会得到相同的收益，尤其是过了很长时间之后。公司不是静止不变的，而是处于不断变化之中的。市场形势在变，经营策略在变，宏观经济背景也在变。每一次投资都是全新的开始，即便是投资之前买过的股票也是如此，而且每次都必须重新进行尽职调查，即便你对这家公司“很熟悉”。

这并不是说你要抛弃之前所有的记忆。相反，你可以利用自己的经验来判断公司发生了哪些变化。你起初为什么要卖掉这家公司的股票？是环境让你作出卖掉股票的决定吗？对比于公司设定的目标，公司的表现又如何呢？当 TPG 斥资 13.5 亿美元锚定了对华盛顿互惠银行这项 70 亿美元的投资时，邦德曼根本没有时间对该银行进行详细的调查。这是一个教训：对未来的投资要进行一个全面的调查，不然就忘了这项投资吧。

至于投资了 6.5 亿美元的联合投资者和其他斥资 50 亿美元的独立投资者，他们对这笔交易进行分析的时间就更少了。因为他们以为邦德曼对公司的里里外外都很熟悉，基林格还给他提供很多暗示，但这种观点是错的。你可以对知情人士的行为进行调查分析，但完全跟随他们的行为却是行不通的。首先，不同的投资者的风险参数不同，因此跟随他人而不考虑风险就是违反了基本的投资原则。此外，你跟随的知情人士的投资也许只占到了他们总投资的一小部分。TPG 因为投资华盛顿互惠银行损失了 13.5 亿美元，这一数额十分巨大，但是这只占该集团总基金价值的 1%。当然，有钱人可以孤注一掷，而你可以吗？

投资启示

- **不要抓住正在滑落的刀。**当一项潜在的投资正在快速地恶化时——股票价格正在下降，你不要觉得必须要进行这项投资。你应该耐心地等待其下降的速度变缓，让自己有时间分析投资存在的风险和能获得的回报。情绪化或一时冲动的购买行为只会蒙蔽基于仔细分析得出的结论。此外，在你对投资的所有方面都感到满意之前，不要让压力和即将到来的最后期限迫使你进行投资。因为不投资也没有关系。

- **每一次投资都是全新的投资。**每一次投资都需要进行全新的调查和分析。市场和公司都不是静止不变的。如果你以前投资过相同的公司，那么你应该评估一下该公司和其终端市场发生了怎样的变化，是否变得更好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而即便公司情况和以前基本相同，也许公司的运营环境已经发生了剧烈的变化。

- **评估目标公司的业绩。**评估一下，和设定的目标相比，你之前投资这家公司时公司的业绩与当前该公司的业绩有何差异。

- **不要盲目跟风。**当你看见“知情人士”投资某只股票时，请你仅将这一信息当作众多信息中的一条。那些知情人士的风险承受能力也许和你的不同，他们的分配策略和投资结构也许也都和你的存在差异。

- **不要挥霍你的收益。**不要因为你在玩“庄家的钱”（例如从同一笔投资中获得的利润）就进行投资或停留在某项投资上，你的利润已经报过账了，而且已经被征过税了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 忠告 3 |

举债经营是把双刃剑

切萨皮克能源公司首席执行官 奥布里·麦克伦登

如同其他工具一样，如果你知道如何正确利用举债经营的话，那么它就可以为你创造奇迹。但是，如果你错误地利用它，或者粗心大意，又或者稍微分了神，那么它都可能会让你血本无归。

切萨皮克能源公司（Chesapeake Energy）首席执行官奥布里·麦克伦登（Aubrey McClendon）已经认识到举债经营具有双面性了。在这些年的反复实践中，他既认识到了举债经营产生的显著的积极效应，又体验到了它带来的致命伤。

在投资中，了解如何使用举债经营是至关重要的。其重要性在于以下这个简单的事实，即它可以提高投资回报率。当你举债投资的资产其价值上升时，你获得的回报将会比运用自己现有的资金进行投资获得的回报更大。的确，如果不举债，也许你根本不可能负担得起这项投资所需的费用。因此，举债让你有机会获得自己本不可能获得的利润，而且它会放大利润的数额。

关于举债的一个经典的例子是按揭买房。大多数人都没有足够的资金来购买如此重要且昂贵的资产，我们都是自己筹集首付款，然后以房子作为抵押从银行借一笔钱来买房的。这样一来，只需要相对较少的钱，我们就可以拥有如此庞大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产了。如果这项资产的价值增加，那么事实就是我们利用别人的钱获得了丰厚的回报，而且获得的回报比我们利用自己现有的资金获得的回报还要大得多。

你和麦克伦登的相似点

你拥有自己的房产吗？如果有，那么你很有可能是利用自己现有的金融资源获得的。也就是说，你可能会从银行获得了一笔按揭贷款来补充自己这些年来积攒的首付款。随着这项资产的价值不断增加，举债提高了你的首付款的回报率。

例如，假设你花 30 万美元买了一套房子，首付 10 万美元，然后从银行按揭贷款 20 万美元。一年后，房子的价值提升了 3%，这意味着你获得了 9 000 美元的回报，也就是说你的首付款获得了 9% 的回报率。即使减去按揭贷款所需支付的利息，这仍然是一笔放大了很多倍的收益。至于其他能够给人们提供这么大的潜在回报的投资，普通人一般很难接触到。这就是杠杆的力量。

随着很多人陷入了次级贷款危机，举债的杠杆效应——是买一套房子还是利用房屋净值贷款以改善生活或者购买其他东西，也可以加剧你遭受的损失。例如，假设那套价值 30 万美元的房子贬值了而不是升值，那么你就能感受到它给你带来的麻烦。因为没钱支付每个月的按揭贷款，你不得不以 17.5 万美元的价格将房子卖掉。结果，你损失了 10 万美元的首付，还损失了卖价和按揭贷款之间的差额 2.5 万美元。换句话说，如同你的收益被杠杆化了一样，你的损失也被杠杆化了。而在这个例子中，你的损失等于自己所有的投资加上这套房子。

与华尔街房主的按揭贷款类似的是个人投资者的融资账户，这种账户让投资者可以利用其现有的投资组合来借钱。通常，经纪人会为举债提供必要的资金，而那些可以覆盖放款人风险的抵押品，一般指股票或债券，就被称为“保证金”。投资者必须维持最小的额定保证金，以保护放款人免受股票或债券等抵押品价值下降的损失。当保证金下降到最小值以下时，经纪人会对投资者发出追加保证金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的要求，这时投资者要么提供更多的抵押品，要么就违约。如果你的按揭贷款违约了，那么银行将会取消你的抵押品赎回权。与此类似的是，如果你的融资账户出现了违约，经纪人则会取走你对股票或债券抵押品的所有权，并将它们出售以偿还你的债务。虽然情况不同，但结果都是一样的：无论哪种方式，你都失去了对抵押物的所有权。

在考虑是否要通过举债来购买房屋或股票时，你要知道，当你投资的资产升值时，它们可以为你带来巨大的投资回报；但是当这些资产贬值时，它们同样可以让你遭受巨大的损失。这就是风险——举债这把双刃剑的另外一面。而这也就是你永远都不应该在自己无法承受的损失上冒险的原因。

人们在他们无法承受的损失上冒险，这是对 2008 年的次级贷款危机之所以会发生的一种极好的解释。这场危机不仅导致了 2009 年房屋止赎的飞速增多状况，而且其影响就像致命病毒一样扩散至世界经济体的每一根血管里。

正是冒着自己无法承受的损失的风险，投资大师麦克伦登才陷入了史上数额最大的追加保证金的困局，并且遭受了 19.2 亿美元的损失，这约占其总财富的一半，也几乎是他所有股票的价值总和。

酷爱波尔多葡萄酒的投机分子

麦克伦登对于公众来说已经没有什么神秘感了。高大帅气、富有魅力的麦克伦登是来自俄克拉何马州的商人，他爱憎分明，支持社会事业和政治事业，而且一言既出，驷马难追。他也是一个地地道道的石油商，对巨大的商机有着敏锐的捕捉能力。另外，他还是 NBA 俄克拉何马雷霆队（Oklahoma City Thunder）的东家之一，这意味着在西雅图你不愿意大声地提起他的名字，因为在 2008 年，西雅图超音速队（Seatle Supersonics）将主场迁至俄克拉何马州的俄克拉何马市，从此球队也更名为“俄克拉何马雷霆队”。

可以说，麦克伦登简直生活在一个商业和政治关系相互交织的网络里，这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网络从其出生地俄克拉何马州一直延伸至全世界。从头说起的话，他是罗伯特·克尔（Robert S. Kerr）的侄孙。罗伯特·克尔曾是俄克拉何马州的州长，也是美国国会的参议员。麦克伦登还是能源界的始祖——科麦奇石油公司（Kerr-McGee）的联合创办人。而在政界中，麦克伦登也有自己的朋友，其中最有名的是俄克拉何马州前州长弗兰克·基廷（Frank Keating）和前参议员唐·尼克尔斯（Don Nickles），他们都是麦克伦登的切萨皮克能源公司的董事会成员。

长期以来，麦克伦登慷慨地资助了很多不同领域的事业，其中一些对他实现自己的商业目标和政治目标有明显的促进作用。在一次采访中，他说自己所推动的那些活动“旨在鼓励那些大量消耗油和煤的地区的人们大范围使用含碳量较低的天然气，因为油和煤的含碳量都较高。”但是，曾经有一段时间，这些活动也与政治有关。和许多以贩卖商品为生的精明的商人一样，麦克伦登很喜欢下赌注，即便在公职候选人上也是如此。例如，除了资助朱利安尼、罗姆尼和麦凯恩参与2008年总统初选外，他还资助了克林顿、理查森和奥巴马等人参加总统竞选。此外，奥巴马还获得了他的选票。但是，在过去，麦克伦登将大笔资金投入到保守派的政治行动委员会（political action committees, PACS）中，比如“快艇老兵寻求真相组织”（Swift Boat Veterans for Truth），该组织2004年时曾反对过约翰·克里（John Kerry），也反对同性恋结婚。正当你认为麦克伦登是一名喜欢说教的社会右翼分子时，却会发现他同时也是美国参议院财政委员会的联合主席，因此要为2008年民主党人吉姆·罗斯（Jim Roth）竞选县委委员的失败负责。吉姆·罗斯曾经是俄克拉何马州的一位县委委员，他是该州第一位公开自己性取向的同性恋当选官员。

麦克伦登目前表示，他已经“放弃”了对政治行动委员会的资助，但是仍然在支持其他一些组织开展活动。他直言不讳地表示对杜克大学的男子曲棍球队的支持，这一球队的其中一名成员在2006年一个有争议的案件中被诬告为犯有强奸罪。他也是美国清洁蓝天基金会（American Clean Skies Foundation）的主席，那是一个非营利性组织，倡导用天然气和其他能源来代替石油。此外，他还支持了自己的朋友、俄克拉何马州具有传奇色彩的石油商布恩·皮肯斯的事业。当然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天然气是麦克伦登巨额财富的来源，也是切萨皮克能源公司的主要资产。麦克伦登曾公开表示自己的商业兴趣并不意味着他不是一个利他主义者，相反，他可以非常坦率地展现自己的利他行为，而且在很多情况下，他确实做到了。

也许是因为麦克伦登过去的社会保守主义行为，有些人把他叫作“乡巴佬”。为了刺激那些这样叫他的人，他有时也会自嘲地称自己为“乡巴佬”。然而，作为杜克大学这所美国东海岸名校的一个忠诚的校友，麦克伦登认为，这是一个值得怀疑的称呼。杜克大学同时也是他的妻子、惠而浦公司（Whirlpool）的继承人凯蒂（Katie）的母校。另外，对于一个收藏了7.5万瓶绝大多数价值1亿美元的法国珍稀葡萄酒的人来说，这更是一个值得怀疑的称呼。2009年，麦克伦登委托拍卖公司苏富比公司（Sotheby）对其一小部分（不超过5%）葡萄酒进行拍卖，这显然是他想要修复自己之前犯下的价值几近20亿美元的错误。苏富比公司的数据显示，从葡萄酒拍卖中获得的收益只弥补了麦克伦登遭受的一小部分损失。

白手起家

尽管麦克伦登的背景和人际关系能使他在创业时具有显著优势，但他却是白手起家的。1989年，麦克伦登和他的朋友、来自俄克拉何马州的汤姆·沃德（Tom Ward）合伙创办了切萨皮克能源公司。他们以5万美元作为初始投资，麦克伦登成为公司的董事会主席兼首席执行官，沃德则成为总裁兼首席运营官。在公司飞速成长的过程中，这样的人事结构始终未变。2008年，公司市值达到了250亿美元的最高点。

几乎没有人会质疑麦克伦登是“创造增长”模型的设计师—— 这种模型被其他独立油气生产商认为是最好的模型，并快速地加以复制。这一模型很简单：随着能源价格持续上涨以及不断发现的新能源储备部分地缓解了“干井”的风险，切萨皮克能源公司及其追随者不断地租赁或收购大片土地，购买更新、更好的设备，并且在任何可能的地方进行钻探作业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管之前没有进行策略制定，麦克伦登和沃德很自然地就选择了这一策略，而这一策略无疑给他们的公司带来了一些有趣的转变。起初，他们的业务是收购土地，并将其出售给其他的天然气生产者。后来，麦克伦登认为，他们应该牢牢地持有这些土地，并且不断收购更多的土地，然后自己进行钻探作业。正是这一想法让切萨皮克能源公司从众多能源公司中脱颖而出，成为受到其他能源公司追随的领导者，也让麦克伦登和沃德赢得了巨额财富，并当之无愧地成了杰出的商人。但是，一路走来，这个策略也曾让他们濒临破产，因为举债经营是这一模型的基石—— 借钱并出售股票来获得收购土地和钻探活动所需的费用。随着债务越积越多以及天然气的价格越来越低，麦克伦登和沃德有时候发现他们面临着一种大灾难，而那种灾难已经迫使众多石油商和其他领域的商人简单地选择了放弃。但是，麦克伦登和沃德使公司渡过了困难期，他们一直坚持要不断分析公司的业务状况，并坚信天然气价格一定会上涨。他们坚持不懈的努力起初给自己带来了丰厚的回报，然后是一系列丰厚的回报。

毫无疑问，举债经营是切萨皮克能源公司商业模型的必要组成部分。事实上，人们认为这家公司的举债经营比率是能源公司中最高的。2007 年年底之前，公司的负债 - 账面资本（debt-to-book capitalization），即公司所欠的资金和其拥有的资本比率是 47%。对任何一家公司来说，这一比率都是很高的，而对于切萨皮克能源公司而言，这一比率显得尤其高。因为它的财富也就是麦克伦登和沃德的偿债能力不仅会随着天然气的价格上涨和下跌而发生波动，还会随着切萨皮克能源公司所下的天然气价格会上涨这一赌注的正确与否而波动。

考虑到股东的利益，这种购买 - 钻探策略的目标一直在不断地抬高，年复一年，都是如此。在 2008 年第二季度之前，切萨皮克能源公司是美国最大的天然气生产商。而其最大的投资者，无疑也是最持久的投资者，正是这家公司的董事会主席麦克伦登自己。股票市值持续地波动，不管股票价格是多少——无论它是在 10 美元左右徘徊，慢慢地涨到了 20 美元，还是上升至 30 美元，抑或是在更高的价位上波动，麦克伦登始终相信切萨皮克能源公司的股票价格将会达到 100 美元。无论是经商还是从政，麦克伦登都说到做到，而他是通过不断地购买股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来实现的。也许，在美国任何地方任何行业内都找不到像麦克伦登一样积极鼓励内部人士购买公司股票的首席执行官了，而切萨皮克能源公司也对此实施严格监管，使其透明化。麦克伦登则几乎是超负荷地举债经营以实现这个方式。对管理人员来说，直接购买股票只是获得股份的一种方式。而另一种使公司的成本效益比更高的方式也许是将股票作为薪酬包的一部分“奖励”给他们。麦克伦登所得的奖励是价值 1 100 万美元的股票份额和股票期权许可。

当然，高级管理人员进行的有意义的内部购买总是能够获得认可。这种购买方式证明了高级管理人员对完成公司的使命、管理公司的方式和公司员工抱有信心。但这并不意味着麦克伦登的投资仅仅是为了自我满足，切萨皮克能源公司的表现是非凡的，人们认为它是一家模范企业，以惊人的速度在不断成长，也被《财富》杂志评为“100 个最佳雇主”之一。因此，麦克伦登实施的策略显然是正确的，而且他持续的购股行为也是他的个性和信仰体系的体现：如果你喜欢某种东西，那么就加倍努力去得到它吧。

在他人眼中，麦克伦登是一位伟大的首席执行官。他不仅得到了能源产业界同行的高度评价，也为机构投资者所看重。显然，正如切萨皮克能源公司的股票表现所证实的一样，麦克伦登受到了股东们的喜爱。由于人格魅力、渊博的行业知识以及对社会事业和政治事业的财政支援，他不仅在能源界，而且在整个商界都享有非常独特的地位，那种地位是其他商人无法企及的。

尽管如此，仍有一些人对麦克伦登的行为持怀疑态度。因为切萨皮克能源公司在积极收购土地的同时，也在不断地进行大幅举债。2002—2008 年，为了获得更多土地，其债务累积高达 110 亿美元。其中一个怀疑者（至少最初是怀疑者）是华尔街能源分析家查尔斯·马克斯韦尔（Charles Maxwell），他是切萨皮克能源公司董事会的成员之一。他曾说，董事会的职责就是要控制住董事会主席的激昂的情绪。然而，麦克伦登后来说服了马克斯韦尔，他说：“如果我们不花钱买地，其他公司也会这样做。”最后，马克斯韦尔默认了这一点。麦克伦登说：“我们决定一定要这样做。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一些股东怀疑这种二次发售机制①是否会过分稀释股权价值。当然，如果会的话，它也会稀释麦克伦登手中的股权。至少可以这么说，作为最大的股东，股权遭到稀释对麦克伦登没有任何好处。

其他的怀疑者则暗示，该公司的股票发行可能旨在使公司的创办者因这样一项高度参与的计划而获益。在某种程度上，这项计划是一个独特的联合投资协议，如同其名字所表明的那样，该协议让切萨皮克能源公司的创办者能够直接对该公司的天然气井进行投资。但是，在这项协议中，麦克伦登必须支付与其股权份额相当的购买、钻探天然气井和利用它进行生产所需要的费用。因此，这再次体现了麦克伦登“全力以赴”的处世哲学。例如，仅 2007 年一年，麦克伦登就因参与这项计划支付了公司 1.777 亿美元，而他的批评者们却并没有注意到这一事实。

的确，在大多数情况下，股东和管理层是通过发行股票和借债来筹集收购所需资金这种模式的赢家。而麦克伦登无疑是切萨皮克能源公司运用这一有效筹资模式的最大赢家。2006 年，麦克伦登拥有的切萨皮克能源公司的普通股的价值超过 8.8 亿美元。2007 年，麦克伦登 1 870 万美元的年薪中的 3/4 是切萨皮克能源公司的股票。当年，《福布斯》评出的“全美最富有的 400 人”中，麦克伦登排在第 220 位。

这也难怪麦克伦登认为没有理由要放弃这一战略。实际上，由于切萨皮克能源公司持续地租赁土地和开发钻井，从而赢得了美国国内最活跃的钻探公司头衔，并开创了自 1984 年美国石油繁荣以来钻井数量的新纪录。

开发钻井并非麦克伦登唯一做的事。他和沃德也一直在积极地购买西雅图超音速队，尽管美国政府明令禁止他们谈论这次收购。然而，麦克伦登有点管不住自己的嘴巴，2008 年 6 月时，他大声说出了一个众人皆知的事情—— 他买下了这支球队并将其转移到了俄克拉何马州，他也因此被处以 25 万美元的罚款。那个时候，麦克伦登还因创办美国清洁蓝天基金会而忙得不可开交。这一基金会致力于推广像天然气这样的清洁能源，并游说美国国会通过立法来促进清洁能源的使用。

① 二次发售是指公司的主要个人或机构持股人对公众发售其限制性股票。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年，麦克伦登似乎增加了他的内部股票购买的数量。从 2 月份开始，随着天然气价格持续上涨以及切萨皮克能源公司的股价稳步上升，麦克伦登定期买入大量的股票，至少每月一次。正是麦克伦登对自己公司的这种信念，或者说自信，让人钦佩不已。

到 7 月初时，当股价升至将近每股 70 美元的峰值时，麦克伦登以其一贯的精明一直等到股价再次下降时才开始大量买入。那一波的买入结束后，他持有的股票总计约为 3 000 万股，价值逾 20 亿美元。但他却没有停止买入。到 9 月 30 日时，他的登记股权为 3 340 万股，占到了切萨皮克能源公司的 5.8%。在《福布斯》评出的“全美最富有的 400 人”中，麦克伦登的排名上升了 86 位，即一年之内他从第 220 位上升至第 134 位。

从那时起，天然气的价格和切萨皮克能源公司的股价却已经开始下跌了。麦克伦登也即将以一种全然不同的方式谱写新闻。

2008 年麦克伦登抢购天然气 时间表

2 月 26 日	7 600 股，每股价格为 46.47~46.55 美元。
2 月 26 日	19.24 万股，每股价格为 45.65~46.55 美元。
2 月 27 日	14.87 万股，每股价格为 45.61~46.07 美元。
2 月 27 日	5.123 万股，每股价格为 45.68~46.16 美元。
2 月 28 日	10 万股，每股价格为 46.06~46.21 美元。
2 月 29 日	10 万股，每股价格为 45.24~45.40 美元。
3 月 5 日	30.6 万股，每股价格为 46.13~46.41 美元。
3 月 6 日	5.38 万股，每股价格为 45.77~45.91 美元。
3 月 6 日	4.62 万股，每股价格为 45.54~45.76 美元。
4 月 2 日	50 万股，每股价格为 45.75 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 月 23 日　20.3 万股，每股价格为 54.70~55.05 美元。

5 月 23 日　44.6 万股，每股价格为 52.45~53.05 美元。

6 月 11 日　20 万股，每股价格为 59.99~60.08 美元。

7 月 15 日　75 万股，每股价格为 57.25 美元。

“几乎所有的”

2008 年 10 月 10 日，切萨皮克能源公司董事长办公室发出了一则简短的声明，其主要内容为麦克伦登已经卖掉了他持有的“几乎所有的”股票以满足债权人追加保证金的要求。

该声明简要地宣称，麦克伦登出售股票的行为是“非自愿和预料之外的”，并把这件事归咎于“全球金融危机”。该声明还补充了普通的免责声明，即这一行为“绝对没有”反映出切萨皮克能源公司的财务状况或董事会主席本人对“该公司未来的潜在发展状况”的看法。

麦克伦登几乎一瞬间就把股票卖出去了。事实上，这一过程仅用了 3 天时间——星期二至星期四，即 10 月 7 日至 9 日。受迫于债权人，麦克伦登卖出了 3 150 万股，占到了其持有切萨皮克能源公司 5.8% 股权的 94%。2008 年 7 月，该公司的股票总值达到 22 亿美元的峰值，而仅过了 3 个月，其售价却下降至 5.69 亿美元。麦克伦登持有的公司股票的价值下降至 3 200 万美元，净损失约为 20 亿美元。

切萨皮克能源公司股价的剧烈波动反映出了公司首席执行官的处境，而它也对天然气价格产生了很大的影响。伴随着天然气价格下降，股东们纷纷开始寻找出路，因为他们担心该公司的保值合同无法阻止天然气价格的大幅跳水。另外，随着天然气价格大幅下降，麦克伦登的抵押品的价值也受到了侵蚀，他不得不卖出股票以满足心神不安的放款人的追加保证金的要求，而追加保证金的总额约为 7 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管这个价值20亿美元的错误也许看起来像一阵突发的痉挛，然而实际上它早已铸成或者说它早就露出苗头了。宣布卖掉股票的第二天，麦克伦登对《华尔街日报》的一名记者说："我陷入了一场更为猛烈的森林大火中。"

这话不假，而"这场森林大火"的纵火者正是麦克伦登自己。他采取四处购买并开发钻井的战略曾一直是切萨皮克能源公司成长的动力，他推行的通过发行股票和举债的方式来筹集所需并购资金的方式则曾是公司持续成长的加速器。当天然气价格上升时，这些战略看似都是明智之举，很显然它们为公司创造了价值，并被大多数股东认为是成功的。正是麦克伦登使这一策略获得了巨大的成功，他积极地利用自己持有的股份来持续进行贷款，从而进一步扩大了所持有的股份。至于举债经营这把双刃剑的另外一面就是它会给举债者带来极大的伤害。

事实上，麦克伦登的错误并不在于他"纵火"，而在于他忽视了要采取防范措施。如果采取了相应措施，他就可以使自己不被7亿美元的追加保证金"烧伤"。

麦克伦登非常沮丧，但这并不是由于他卖掉了自己几乎所有的股票所引起来的，因为他绝不会让自己停下脚步。他的个人财富从30亿美元下降到10亿美元，从数字上看，这是场大灾难，也足以让人眩晕，但是这很可能并没有影响到麦克伦登的家庭的日常生活。

尽管2008年10月切萨皮克能源公司发表的声明中提及采取大幅削减成本的措施，也提及了公司会售卖一些重要的资产，其中包括公司持有的一些尚未开采的天然气的股权，然而两个月后，麦克伦登举办了记者招待会，宣布切萨皮克能源公司起死回生了。他声称，削减成本和售卖资产的措施生效了。那时，切萨皮克能源公司的股票交易价格还不到每股14美元，但是该公司已经具有流动资产了，并采取了避免损失的措施，而且财务稳健。

2009年1月，麦克伦登开始回购切萨皮克能源公司的股票。公司的董事会则重新聘任麦克伦登为首席执行官，任期5年。新的聘用合同上写明：麦克伦登同意任满5年首席执行官，每年薪酬97.5万美元，而且一次性支付给他7 500万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付给麦克伦登如此高的薪酬的目的不仅是诱使他放弃“来自其他企业的机会”，也是想要帮助他偿还价值 1.777 亿美元的所有权股份。这份新的聘用合同聪明地强调了大型能源公司拥有特权的首席执行官、被宠爱的首席执行官和普通投资者间的区别：当后者投资失误后，公司不会给他们支付奖金来减少损失。

2009 年 2 月，切萨皮克能源公司宣布，由于公司大幅降低资产的账面价值使 2008 年第四季度出现了亏损。切萨皮克能源公司的股票又下降了 8%。3 月，该公司自称为“全美最大的天然气独立生产商”，而不再自称为“全美最大的燃气生产商”，但它只是从第一名跌到了第二名而已。如果历史是一个指导者，那么切萨皮克能源公司以后定会夺回第一名的宝座。

麦克伦登的葡萄酒被分为两部分进行拍卖：有一半葡萄酒被苏富比纽约拍卖行买走了；另外的一半在苏富比的支持下，被装入了温控集装箱，运往香港会展中心销售。当你的举债规模超过自己的偿付能力时，这是一种变现资产的方式，即便不是最好的方式。

Rule 10-5-b

Rule 10-5-b 是美国证券交易委员会用于禁止内部交易的规则。也就是说，禁止知情人士（他们拥有一些公众不知道的公司信息）进行内部交易，因为这是非常不公平的。

自从美国 1934 年的《证券法》实施以来，内部交易就被明令禁止了。1942 年，有一家公司的经理公开说所在公司的坏话，但同时又表示自己正在购买该公司的股票。直到处理这起案件时，内部交易的具体内容才被澄清。这些年来，Rule10-5-b 规则经过了多次修正和调整，以呼吁公司披露更多的内部交易信息。目前，该规则禁止了将导致证券买卖中的欺诈行为的作为和不作为行为。法律规定如下：

禁止任何人通过直接或间接的方式利用州际贸易的方法和途径，或者利用美国国内证券交易的任何邮件或设施进行下列行为。

1. 利用任何设施、计划或诡计来行骗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 虚假宣传重要事实、或遗漏重要事实以使他人产生误解。

3. 参与与买卖证券有关的任何构成或可以构成对他人的欺诈或欺骗行为。

这就是公司员工必须公开披露他们买卖公司股票的每一笔交易的原因。

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

◎举债过多，缺乏多样化

麦克伦登在投资时，犯了举债过多，缺乏多样性这两个低级错误，而他的投资经历使投资者可以从中汲取三点教训。第一，不要像麦克伦登一样过度举债。第二，不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，而麦克伦登正是因为把所有的“鸡蛋”都放在了切萨皮克能源公司这“一个篮子里”，才使自己陷入了窘境。当然，也不要像麦克伦登一样，只对天然气资产进行大规模的举债投资，而不进行分散投资。第三，理解内部人士买卖股票的含义并非仅局限于其表面。

第一，举债经营。正如你在本书中读到的以及华尔街每天都在上演的那样，举债经营是你可以运用的一种强大的投资工具。它让投资变为可能，并能放大投资的回报。也许正是它的强大蒙蔽了投资者，让他们忽略了一个基本事实，即凭保证金买进就是借钱，而最终这些钱都是要还的。

的确，这些道理都太简单了，因此普通投资者常常会忘记，尤其是当你认为自己投资的资产的价值一直在往上涨时。但是，麦克伦登不是普通投资者，他是终极内部人士，精英中的精英，仅凭 5 万美元的启动资金就将切萨皮克能源公司发展成了全美最大的天然气生产商，并收获了逾 30 亿美元的财富。他早就应该知道，任何泡沫都不能持久，任何一项投资都不能永久获益，因此举债规模必须适中。这是最基本的投资原则之一，也本应是麦克伦登的“第二天性”。

第二，多样化。这也是一大最基本的投资原则。“不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里”这就好比投资时低价买入，高价卖出一样是一条神圣的投资信条。值得注意的是，凭保证金买入使得投资多样化显得更为重要，因为如果举债就是借钱，而借钱存在风险的话，那么多样化就是分散风险的一种途径。这其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的道理很简单：篮子里的一些鸡蛋会遭遇损失，但另一些则会使你盈利——在某些投资项目中追加的保证金可以被其他一些举债投资项目的盈利所抵消，这也是基本的投资智慧。麦克伦登对切萨皮克能源公司持续地进行大规模投资或许既表达了他对公司的忠诚，也有助于他建立良好的公共关系。这本应该是一项可靠的投资，因为它是在经过细致的分析后策划出来的。这些分析让麦克伦登始终坚持一种信念，即切萨皮克能源公司的股票被低估了，天然气最终将成为美国最主要的能源来源。但是，即便把这所有的因素都考虑在内，再加上或许是这个世界上最美好的愿望，麦克伦登持有庞大的股权都是违背投资的基本常识的。

如果麦克伦登没有举债，又如果他不仅持有一家公司的股票，那么他就可以更好地应对全球金融危机。而麦克伦登却认为，这场金融危机正是诱发 7 亿美元的保证金追加要求的导火索，他的这一想法看似也并非完全没有道理。

为什么会发生这样的事情？为什么像麦克伦登这样杰出、精明又信息灵通的人也会犯这样的错误呢？

麦克伦登把所有的根源都归咎于金融危机。“我并没有意识到，70 年来最严重的经济衰退即将发生，”他说，“我多么希望自己意识到了这一点，但不只是我，几乎所有人都没有意识到这一点。”麦克伦登曾在其公开发表的声明中表示，危机这种“异常的大环境”让他“非常失望”，促使他后来“被迫”卖掉了自己的股票。这是一种道歉，而不是一种解释。因此，我们必须找其他方面的原因，而这并不太难。

一个显而易见的原因是财富野心。尽管麦克伦登已经非常富有了，但他总是想变得更富有。这似乎是人类对金钱的一种固有反应，这也可以解释为什么麦克伦登在拥有大量的土地、钻井和股票之后，仍然要拼命地工作。然而，由于对收益的渴望是所有投资的核心，所以这并不是一种有力的解释。也就是说，财富野心也许可以解释人们为什么投资，但是却不能解释人们为什么要选择一种违背历史与常识的方式进行投资从而使自己遭受损失。

自负也是另一个可能的原因。当然，你会对自己说，谨慎对待举债经营是别人需要做的事——注意，是“别人”，我并不需要。对于“多样化”这一点也是这样，你会说多样化是初学者需要注意的事，我不需要，因为我很在行。可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以说，在预测投资战略的结果方面，没有人比麦克伦登更有优势。然而，他并没有显得有多在行，其他人也都不在行。

为了证明自己对公司的忠诚，麦克伦登大量买入公司的股票，实际上把其他所有公司的股票都排除在外，或者至少看起来是这样，这样做有点不同寻常，有些投资者指出他购买股票的次数过于频繁。麦克伦登非常乐于回应这样的评论，2006 年时麦克伦登曾这样回应那些投资者："别人经常问我，为什么我在公开市场上不停地购入自己公司的股票，我的回答非常简单。"之后，他又重申了自己一贯坚持的立场，"切萨皮克能源公司的股票被严重地低估了，而我们已经成功规避了能源产业内的很多传统风险。"

这是麦克伦登大量买入股票的一个非常合理的解释。但是，如果像他一样通过举债的方式购买数量如此庞大的股票，那么这项投资就变得不那么可靠了，这是一个数量问题，麦克伦登确实买得太多了。可能正是自负才让麦克伦登的投资规模如此之大。我们不是要抨击自负的优点，在某些时候自负确实具有建设性。但在投资时，在评论别人时，在冒险时，自负几乎完全丧失了建设性。

第三个可能的原因是麦克伦登"当局者迷"，或是其他目标分散了他的精力。2008 年对他来说是忙碌的一年。麦克伦登投入到美国国会的很多选举中，或者至少可以说是为此作出了很多贡献。他还游说国会议员通过了《天然气法案》(Natural Gas Act)。他创办的美国清洁蓝天基金会还创建了清洁蓝天电台网络 (CleanSkies.tv)，麦克伦登出席了这项活动的新闻发布会和其他相关活动。太多的追求，尤其是上面提到的这两点，对切萨皮克能源公司的商业前景产生了直接的影响。麦克伦登的目标是推广天然气是清洁、廉价的能源的理念。他怀揣着这样一种理念，等待着天然气价格飙升。然而，付出了这么多努力，天然气价格却日渐下滑。这是因为在金融危机期间，天然气产量越来越多，但是对天然气的需求却越来越少。在这样的打击下，麦克伦登已经无力应对追加保证金的要求及其后果这对孪生恶魔了。

上述因素足以解释为什么麦克伦登会在这场信贷危机中遭遇滑铁卢吗？也许还不够。或许，正如他所说的一样，他不可能，其他任何人也不可能站在全球经济繁荣的地平线上预见到有一场金融海啸即将席卷全球。在一定程度上说，这种说法也许是对的，然而这还没有达到可以让人宽恕其犯下的错误的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，宽恕什么呢？麦克伦登又要寻求谁的宽恕呢？麦克伦登当然有权利做他所做的这一切。然而，与世界上其他 99.9% 的人不同的是，即使失去了投资在切萨皮克能源公司上的一切，他仍然比世界上 99.9% 的人都富有。或许，这场金融海啸罕见地向投资者发出了警告。除了像麦克伦登这样的投资者之外，大多数普通投资者都会赞成投资时要把风险水平控制在适度的范围内。

这就是问题的核心所在：全力以赴去做一件事并评估这样做的风险，以便当这件事向坏的方向发展时，使其仍处于个人的控制范围之内。尽管全球金融危机是不可控的，但麦克伦登仍应该认识到，他的举债规模根本就是不可持续的，切萨皮克能源公司也不可能永远维持这样的债务水平。如果麦克伦登是风险敏感型的，而不是风险厌恶型的话，那么他就会认识到这些，在面临深陷信贷危机中的放款人的抨击时，切萨皮克能源公司也就可以更好地应对了。然而，说起来简单。这种抨击使该公司付出了沉重的代价，因为它要求其卖掉一部分天然气——公司多年积累起来的生产资产。麦克伦登在回应这些抨击时说："如果我厌恶风险，今天切萨皮克能源公司就不会存在，而我也只能在会计室里辛苦地忙活。"至于自己究竟是风险敏感型的，还是风险厌恶型的，麦克伦登并没有对此发表任何评论。

麦克伦登投资于切萨皮克能源公司的方式似乎与他的个性以及他过去在商业领域和政治领域的经历相关：如果你看好某件事，那就全力以赴地去做。于是，麦克伦登押下了大额赌注，在他看来，一味地担心自己是否能够承受损失起不到任何作用。

◎跟随内部人士

这是我们可以从麦克伦登的经历中汲取的第三点教训。除了控制举债规模，不要把太多的鸡蛋放在一个篮子里之外，切萨皮克能源公司的崩溃还告诫投资者跟随内部人士进行投资时要格外谨慎。

美国法律规定，公司高层、主管或大股东对公司进行的投资交易应该是公开的。当然，这样一来，就会有很多专业人士跟随并监督他们的举动，然后简单地加以模仿。但实际上，内部人士的行为的含义并不只是表面上看起来的那样。因此，尽管观察内部人士的行为是可行的，但是我们不应把他们的举动视为某种指示，这就像喝茶时需要将茶叶过滤掉一样，他们的举动也需要经过认真研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究才能找出其中的线索。

例如，传统的观点认为，内部人士购买股票意味着股票价格将会上涨，因此你也应该购买；内部人士抛售股票就意味着股票价格将会下跌，因此你也应该赶紧抛售。然而，实际上，尽管在内部人士购买股票后股价真的上涨了，但这也许并不是他们购买股票的原因，而只是一种巧合。因此，重要的是要研究内部人士购买股票的背景和动机，这样才能找出他们的行为传达出来的真实信号。

在一定程度上，背景和动机在麦克伦登进行内部购买上扮演了重要的角色。切萨皮克能源公司的聘用合同要求他持有的股票价值应为其工资和奖金之和的 5 倍。当然，他的持有量远远超出了这个要求，所以还有另外一个动机在起作用。而了解这一背景便让我们看清了他进行内部购买的动机—— 公司要求麦克伦登购买多少股票？他实际上又购买了多少？比较这两者之后，我们就可以得出结论了。

毕竟，当麦克伦登抛售他持有的切萨皮克能源公司的股票后，该公司的股票价格确实下降了，但麦克伦登并不是因为市场行为才抛售这些股票的，而是因为放款人要求他追加保证金。了解这一点并不意味着你不要卖出切萨皮克能源公司的股票，相反，你很有可能会这样做。但是，你这样做是基于对状况的充分了解，而不是基于对公司领导人的盲目模仿。

假设有这样一种情况：一家公司的首席执行官以每股 10 美元的价格购买了 1 万股该公司的股票。从表面上看，这是一笔不错的交易。但是，如果这位首席执行官的年薪是 500 万美元，那么他对公司投资的这 10 万美元就只是做做样子而已。而如果真的出现这种情况，那么以下这两个问题就非常值得一问了：（1）你是否应该在任何情况下都跟随这位首席执行官进行投资？（2）该公司的首席执行官为什么要这样做？

投资启示

- **不要购买你拥有不起或损失不起的东西。**通过借钱买入你锁定的证券，可以使你的投资升值，但是这种战略几乎不允许人们犯错。一旦犯错了，你受到的惩罚就是失去自己所有的本钱。而如果你没有举债投资，损失的数额就会少一些。保证金并非是一个纯粹不可行的策略。如果在你可以承受的范围内合理使用保证金策略，你将能提高自己的收益。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明智的做法是，设定一个合理的下行目标，并保留足够多的抵押品来应对追加保证金的要求。这样你就不太可能被迫卖掉仓位。

- **相信保证金的作用。**凭保证金购入多种证券会改善你的投资处境。这样你就可以在持有多种证券的同时获得多倍收益。

- **保证金会替你做决定。**当你凭保证金买入的证券价格下降时，卖掉证券的决定可能并不一定是由你自己做出的。当证券价格下降至某一水平时，除非你能提供额外的资本，否则你的抵押品将会被收回并变卖。当然，你要避免出现这一结果，但也许你不想利用自己可以获得的所有保证金。

- **内部人士的行为只是一个信息源。**如果你不能理解高级管理人员的买入或卖出行为，那么就将其忽视掉吧。例如，内部人士也许由于聘用合同而不得不购入股票，还也许由于与公司无关的经济压力而不得不卖出股票，正如麦克伦登一样。他抛售股票的行为和公司业务前景一点关系都没有，当时公司的前景非常好。一般来说，当股票价格下降时，内部人士的财务状况或多或少会让他们更愿意或更有能力持有股票，所以他们的投资期限会更长一些。当股票价格下降时，首席执行官们会买入与他们的金融策略相关的一定数目的股票。需要注意的是，不要轻易跟随他们的策略行事。在将他们的行为作为参考信息之前，你要确保这可以为其带来收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

| 忠告 4 |

纪律就是纪律

顶级维权投资者 比尔·阿克曼

《美国传统英语词典》将“纪律”定义为“通过强制执行获得的服从或秩序；获得顺从的系统性方法；像管制修道院的秩序那样的规则或方法”。如果可以在投资界和修道院之间找到一些共同点的话，那就是喧哗的华尔街上的投资者和宁静的修道院里的修士都尽力生活在一些神圣的规则之下。在华尔街上，这些神圣的规则被称为投资纪律，而它们与修士主张的行为誓言不同，投资纪律是一套用来定义投资实践和行为的标准和方法。值得注意的是，投资纪律和政府的管制没有任何关系，它是投资者根据自己的目的和投资风格来进行定义的。不管是在华尔街还是在修道院里，事实证明违反纪律的代价都是极其高昂的。

对于维权投资者（activist investor）来说，情况尤其如此。

你听说过“被动投资”（passive investing）吧？被动投资是指在你投资指数基金后就回家蒙头大睡，让市场自行其是。

你肯定也听过“主动投资”（active investing）吧？在主动投资的世界里，投资者和基金经理一天 24 小时都在对市场进行研究和调查，日复一日地根据自己对世界大事的预测和最新的数据来决定买进或卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维权投资有别于上述两种投资行为。维权投资者所做的事情就是成为某家公司的大股东，然后影响或控制该公司的策略方向。

被动投资者通过多样化的投资来降低风险，主动投资者通过持续关注投资情况来降低风险，而维权投资者则通过管理或者至少可以说试图管理所投资的公司来降低风险。

本章讲述的故事和当今最具影响力的维权投资者之一比尔·阿克曼（Bill Ackman）有关，因为他喜欢打网球，所以我们不妨来设想一下在网球比赛中这三种投资者的表现：被动投资者是底线选手，他们向后退是为了击打落地球。主动投资者是善于截击空中球的球员，他们可以迅速地多角度击落空中球。而维权投资者是什么类型的球员呢？他们是那类企图控制球网、指挥比赛，并且通过子弹般的击球来对其他球员施压的球员。

"网球选手"阿克曼认为投资者阿克曼犯了一个"非受迫性失误"（unforced error）。在网球场上，"非受迫性失误"是指球员本该击中的球——要么让其处于凌空状态，要么可以借此得分，结果却未击中。网球专家说，击球的关键在于把握好时间和你所站的位置。如果你没有控制好这两者中的任何一个——错过了接球时间或者乱了脚步、身体失衡，又或者没有站在正确的位置上，那么你都会接不到球。在一场势均力敌的比赛中，即便一个小小的失误也会让你输掉整场比赛。

在投资的竞技场上，投资纪律也许确实可以告知你卖出或买入的时间和应该站的位置，但最重要的是它有助于降低风险。当你确定自己的投资风格后，投资纪律可以帮你识别和量化风险，然后确定不同投资工具的风险参数。也许你的投资风格是寻找那些低风险的股票。秉承这种投资风格的你设定的投资纪律可能是，你的目标公司应是那些市盈率达到某个标准或者设置了债务上限的公司。

不管具体的标准是什么，纪律都需要被严格遵守。这就是纪律的意义所在。哪怕只是暂时违反一下纪律，你都可能在未来的某个时候为自己的这一行为付出巨大的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观鲨鱼的维权投资者

阿克曼从事的这种维权投资是一种简单而强大的工具。维权投资者寻找机会以求“释放价值”，他们认为有些公司当前的策略方向没能将其拥有的价值最大化。一家公司拥有有待于释放的价值暗示着该公司的股票交易价格偏低。如果投资者可以确定某家公司的股价比它实际的价值要低，那么投资这家公司就很可能会是个不错的主意。另外，公司的股票表现不佳也会造成公司广大股东的不满。而这样一来心怀不满的股东们就会根据实际状况组成一个强大的联盟，对公司的管理层施压，要求他们作出改变，这就为维权投资者提供了良好的机遇。

维权投资者经常在那些股价表现不佳的公司中逛悠，看看它们是否具有不明显的优点或者可以矫正的缺点。在选择目标公司的过程中，不同的投资者制定的纪律各不相同，他们的关注点也因人而异。但是，不管投资者撒的是什么网，他们都有可能捕获一些猎物，如那些规模巨大但是有可能其价值被低估的房地产公司，那些业务活动没有达到既定规模和效果的公司以及那些管理层未能实现其战略目标的公司。几乎所有的投资者都想捕获那些拥有强劲的资产负债表、低债务水平和非充分利用的现金的公司，尤其是那些不受单个强大的股东控制，而且广大股东对公司没有决定性的管理权限的公司。对于秉持投资纪律的投资者而言，具有所有这些条件或其中某个条件的公司就向他们发出了其固有价值没有完全体现出来的信号，那么这些公司就成了投资者的候选投资公司。

一旦投资者锚定了某家公司，他们就开始购买这家公司的股票。如果购入的股份超过了该公司已发行股票的 5%，那么他们就必须到美国证券交易委员会备案，或者提交 13-G 文件表明这项投资是被动投资，或者提交 13-D 文件表明这项投资是维权投资。

提交 13-D 文件的维权投资者一般会采取多种维权措施中的一种。一般情况下，他们首先会和目标公司的管理层开会，提出有关释放公司股东价值的一些设想，并且要求提高股价。其中的一个设想便是利用公司的剩余资金回购股票，以提升剩余流通股的价格。其他设想则是一系列削减成本的措施——解聘部分员工、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夜间关灯以及减少公司飞机的使用，等等。维权投资者们或许会指出目标公司即将进行的收购是不明智的，或许会提出目标公司应该将自己的全部资产或部分资产卖出去，又或许会试图替换现有的管理层，据说这一举措是目标公司当任的首席执行官和员工非常反感并极力避免的。

自 20 世纪 80 年代以来，维权投资就以某种形式存在了。第一次出现的形式是绿票讹诈，这是一种令人讨厌却非常有效的策略，借助于这一策略，单个投资者不需要接管公司就可以获得巨大收益。目前，维权投资者接管公司的动机和意图有很多，而人们很有可能会讨论以下这个问题：即维权投资者让管理层的意志屈服于他们是利他的还是自利的——为了所有的股东的利益还是完全为了个人利益？然而，不管动机是什么，他们的目标都只有一个，那就是更高的股票价格。

当前，维权投资越来越多。FactSet 研究系统（FactSet Research Systems）是一家研究金融数据和相关软件的公司。据其介绍，2006—2007 年，从现有数据来看，维权投资活动增长了 17%——从 2006 年的 429 项增长到 2007 年的 501 项，其中包括由机构投资者和对冲基金投资者首次进行的 138 项维权投资。

维权投资的增长率显著提高从而推动了律师业和金融公关顾问业的发展。律师和顾问为一些公司建言献策，告诉它们如何避免被维权投资者盯上，或者一旦被盯上了，它们该如何抵抗。不用说，这些公司和其献策者都将维权投资者视为掠夺成性的野兽，而非坐在修整整齐的草坪上享受草莓和香槟的游戏玩家。FactSet 研究系统公司将其维权投资者数据库称为“观鲨鱼”（SharkWatch），这并非巧合。也许“观鲨鱼”还列出了该公司跟踪调查的掠夺者中的“佼佼者”的名单，这个名单被称为“观鲨鱼 50”，它有点类似于流行音乐电台的热门单曲名单。

非受迫性失误

阿克曼当然位列顶级维权投资家的名单之中。他是潘兴广场资本管理公司（Pershing Square Capital Management，以下简称“潘兴广场”）的创始人和总裁，该公司管理的对冲基金大约价值 60 亿美元。潘兴广场是阿克曼投资生涯的下半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场。他的上半场是哥斯姆伙伴投资公司（Gotham Partners）。该公司是阿克曼和他在哈佛商学院时的同学戴维·波克维茨（David P. Berkowitz）于 1993 年创办的。当时，这家公司的基金主要投资于商业地产，这是阿克曼的家族世世代代所从事的行业，而阿克曼很有可能受到了家族遗传基因的影响。尚未进行投资之前，哥斯姆伙伴投资公司拥有 300 万美元的种子基金，到 2002 年增长至 5.68 亿美元的峰值。2003 年，投资风格漂忽不定、流动性不足以及适得其反的挽救措施让这家公司走向了崩溃。纽约州检察总长、对冲基金督查者埃利奥特·斯皮策（Eliot Spitzer）发起的一项调查则让公司的情况进一步恶化。而这项调查最终并没有得出任何结果。尽管法律上没有追究哥斯姆伙伴投资公司及其主要负责人的错误行为，但是每况愈下的业务最终以分配给投资者 3 倍的回报而告终，阿克曼的投资生涯的上半场至此落下了帷幕。

对于一个不习惯失败的人来说，这次经历的确值得深思。当然，它也是一个经验教训，我们可以很自然地假设，在接下来的投资中，阿克曼会谨记这一教训。

阿克曼之所以进入投资界是因为他刚从大学毕业后就开始在父亲的商业房地产公司工作，“他最感兴趣的一类人正是那些作出投资决策的人”。对于一个如此严谨的人，兴趣是他进行决策（即选择投资领域）的纪律。而在进入这一领域之后，他便开始打造投资结构。潘兴广场独特的投资纪律即阿克曼进行决策的过程就是他在维权投资界的名片。正是这一点让潘兴广场与众不同。

如同阿克曼曾在一篇文章中写道的那样，他正在寻找的是那些“我们可以十分有把握地预测其未来的现金流状况的公司。不需要非常准确，但是需要保证在一定的区间内”。为了找到这样的公司，潘兴广场清晰地列出了以下 6 个标准：

1. 拥有中盘股或大盘股的公司。
2. 不受单个投资者控制的公司。
3. 对资本市场的依赖性非常小的公司。
4. 这家公司的金融杠杆水平很低，如果有金融杠杆的话，其经济活动的规模必须是适度的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 这家公司的资产必须包含隐藏的价值。

6. 这家公司应该是价值创造的催化剂，而潘兴广场可以释放这些价值。

此外，价格也要合理。那就是说，这家公司的交易价格必须要远远低于其固有的价值。实际上，阿克曼承认，如果交易价格令他非常满意的话，他愿意在 6 大选择标准上作出让步，甚至可以放弃某一标准。换句话说，他可以违反纪律，如果他对这样做带来的回报非常满意的话。

不管怎样，一旦选定了目标公司，潘兴广场就需要对这家公司的价值被低估的原因进行分析，这意味着需要细致地分析该公司的管理结构、管理技能及专长、所有制的集中程度以及资产负债表（在这个表上，他们不愿意看见举债经营的记录）等，这样他们才能判断“我们是否可以改造公司以释放其价值”。

这一判断过程不仅需要耗费很长的时间，而且需要细心、高超的技能和非凡的悟性。这也是潘兴广场的投资组合的集中度非常高的原因，而其投资组合中的股票数目也非常有限，每次只有 10~15 只，通常不超过 12 只，这样他们就能进行深入的尽职调查，这也正是阿克曼在进行维权投资时与众不同的地方。当然，高度集中的投资组合也让潘兴广场能够持有目标公司相当高的股权比例，这样目标公司的管理层就会注意到它。另外，高比例的股权还会带来高回报。在这些好处中，最重要的就是这样做可以进行深入的尽职调查，这是阿克曼重点强调的。曾经是潘兴广场的分析师的理查德·米克·麦奎尔（Richard Mick McGuire）将这一过程比作“翻滚岩石”。你慢慢地翻滚着岩石，一次只能翻一块，慢慢地将其放到任何合适的地方。麦奎尔说：“你必须很有耐心，而且当你集中精力去选择目标公司时，你还必须严格遵守纪律。”一旦找到了这样的公司，“你就要甘愿成为一个维权投资者，成为缩小公司的固有价值和目前价值之间差距的催化剂”。这就是维权投资的美丽之处：维权投资者不需要衡量某个行为被别人跟随后发生的事情及其对公司价值的影响。相反，他们可以创造这种可能性，并实现溢价收入。这一过程非常有趣。

例如，1995 年，阿克曼对温蒂汉堡（Wendy's）进行了维权投资，并说服其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层剥离主营甜甜圈业务的蒂姆霍顿公司（Tim Hortons Inc.），他认为蒂姆霍顿公司的实际价值要远远高于整个温蒂汉堡公司的价值。也就是说，母公司温蒂汉堡让蒂姆霍顿公司的价值没有真正发挥出来。最后，温蒂汉堡采纳了阿克曼的建议，卖掉了它的甜甜圈业务，这使得其股票价格翻了一番。

可能由于这次成功给了阿克曼极大的鼓舞，2003 年他将目标瞄准了麦当劳，他看重的不是麦当劳的全球品牌，而是其金色拱门“M”下的大量具有极高价值的房地产。于是，潘兴广场想将麦当劳的房地产卖给一家房地产投资信托公司，然后举债进行大规模的股份回购和债务再融资。阿克曼估计，这项计划将会使麦当劳的股票价格上涨 40%。然而，麦当劳拒绝出售房地产，而是采取了一些其他的措施，同样使得公司的股价持续上升。2007 年 12 月，当阿克曼卖掉麦当劳的股票时，其价值几乎翻了一番。

那时，阿克曼已经大举进军零售业了，他投资于零售业巨头西尔斯百货（Sears）和美国最大的连锁书店巴诺书店（Barnes & Noble）。而由于零售业的情况越来越糟糕，阿克曼开始分析资产负债表——大品牌的价值、房地产的价值、应收账款的价值以及信用卡的价值等，以发现其中是否有可以释放的隐藏价值。也许正是寻找隐藏价值的热情让阿克曼屈服于甚至放弃了他精心设立的选择标准。不管由于什么原因，违反纪律导致阿克曼犯了“非受迫性失误”，也使他在零售业遭受了惨重的损失。

投资鲍德斯集团

巴诺书店是潘兴广场对图书业开展的首个投资项目。作为世界上最大的书店，巴诺书店在图书市场上占据了主导地位，它拥有能力超群的管理层、持久不衰的品牌和巨额的净现金流量，而且其图书一律八折出售。看起来它是一家符合潘兴广场的投资纪律的公司。然而，后来阿克曼卖掉了他在巴诺书店的股权，转而购买了远远落后于巴诺书店的鲍德斯集团（Borders）的股权。

随着商业形势的变化，图书贸易不再是一种具有吸引力的投资，但是潘兴广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场却并不这样认为。阿克曼注意到，图书商可以将所有没有卖出去的书返还给出版商，并且获得全部退款。出版业这一奇怪的传统虽然对出版商不利，但是对投资者而言，这是存货风险很低的信号。自2004年以来，麦奎尔就一直为潘兴广场效力，帮助该公司致力于图书业的投资，他偏爱这样一个事实“书店因固定资产贬值所遭受的损失要比再投资以保留这些固定资产所需要的费用更高”，这就可以增加书店的现金流。而如果现金流不是增长型的话，那么就是稳定型的。再加上作为一项低成本的娱乐，书店产生现金流的成本相对较低，所以就有机会进行这样的投资，虽然不可转换，但是会使书店的价值增值。因此，有时候，简单也挺好的。

“消费者平均在书店待一个小时或一个小时以上”这个事实也打动了阿克曼。在他眼中，书店是一种特殊的零售商店——人们来到这里的目的是为了花时间。实际上，他认为书店不仅仅是书店，而是小型的购物广场。除了图书之外，书店还可以为消费者准备更多高利润的产品，这样就可以为那些富有的、受过良好教育的、享受购书过程的消费者提供更多的购物机会。如果阿克曼没有犯“非受迫性失误”的话，这个主意很有可能已经在鲍德斯集团的书店里实现了。

阿克曼是在对巴诺书店进行尽职调查的时候犯下“非受迫性失误”的，当时投资鲍德斯集团的机会首次出现。这两家书店的类型基本相同，而且从某种程度上来说它们垄断了传统实体连锁书店的市场。鲍德斯集团的投资性质似乎和巴诺书店的一样：具有现金生产能力、库存风险低和有诸多娱乐形式等。但是它们并不是每时每刻都在同一起跑线上，麦奎尔说：“在很多领域上，鲍德斯集团要落后于巴诺书店。”

回想起来，潘兴广场似乎拥有敏锐的洞察力，但是对事实却视而不见——巴诺书店达到了潘兴广场投资选择的6大标准，而鲍德斯集团却远远没有达到。巴诺书店管理有方、运营稳定、利润很高，且没有债务负担。至于鲍德斯集团，麦奎尔承认它“管理不善、收入不高、面临着一系列挑战——或者可以说是机会，而且还有债务负担”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明巴诺书店管理有方的事件要追溯到 1999 年和 2000 年。当时，面对公司资产日益下降的局势，公司管理层采取了一系列战略举措。这些举措的推动力是紧缩开支和进行重组。认识到地处购物广场周围的书店的盈利水平低于预期的标准，巴诺书店果断地将其 500 多家连锁店缩减到只有不到 50 家。此外，巴诺书店还仔细地对每一家连锁店进行检查，确保它们提供的图书具有多样性，并及时地从书架上撤下那些不能带来利润的图书。巴诺书店预测到会出现数字媒体阅读的趋势，这是因为他们发现人们通过 CD 和 MP3 下载图书阅读的兴趣下降了。于是，他们开始减少陈列这些数字媒体，而是集中精力提供那些通过网络和 iPod 无法获取的图书。

与巴诺书店相反，鲍德斯集团对这一趋势的反应却是相对被动的，它只是最低程度地削减了旗下沃登书店（Waldenbooks）的数量。虽然巴诺书店一再声称自己的身份是“图书销售商”，但是作为巴诺书店竞争对手的鲍德斯集团却不愿意减少其产品中数字媒体的比重，而是继续将自己定位为图书、音乐和电影产品的供应商。此外，鲍德斯集团还将自己的业务扩展到了英国，它不仅在那里开设了大型书店，还开设了很多小型概念书店。而鲍德斯集团的管理层仍然继续对书店进行大量的投资，尽管这些书店的表现乏善可陈。这真是花钱填窟窿，他们本应该偿还债务、精简运作以提高集团的利润。

潘兴广场的分析师认为，鲍德斯集团仍然和巴诺书店一样，都属于核心书店。另外，鲍德斯集团至少潜在地代表了迷你型的购物广场模式，而这正是阿克曼根据自己的“书店经验”总结出的书店将会演变成的样子。鲍德斯集团的形式有很多：图书超市、图书商城和国际连锁店，“这一切让巴诺书店看起来像没有充分发挥其潜力似的，”麦奎尔说。鲍德斯集团的每一部分都有进行合理化和货币化的空间，再加上它的交易价格也不高，所以如果它能够成功地应对挑战，那么这似乎是一项令人垂涎的投资，甚至即使它不能成功应对挑战，这也是一项很吸引人的投资。当然，作为维权投资者，阿克曼毫不担心在必要的时候对目标公司进行管理，他也愿意领导鲍德斯集团走上巴诺书店曾经走过的改革之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一家非常成熟的公司，巴诺书店的股价上涨幅度非常小，但当它的股价开始小幅度下降，而鲍德斯集团的股价却开始上涨时，这确实令人非常兴奋，尽管鲍德斯集团曾经有过股价大幅度下滑的经历。巴诺书店设定的风险/回报率非常低，潜在的股价上涨幅度仅为20%，下降的幅度也仅限于20%。然而，几乎没有一位投资专家认为，投资于这样一家损失和获益的概率相等的公司是明智的。他们认为，对不同结果出现的概率进行重新计算必不可少。对于巴诺书店这家成熟得甚至有点乏味的书店而言，其股价上涨的概率要远远大于其股价下跌的概率。而对于鲍德斯集团而言，它旗下有很多公司陷入了困境，虽然投资鲍德斯集团获得的收益要高得多，然而遭受损失的风险也高得多。用麦奎尔的话来说就是："其中一家的股票不会再上涨了，而另一家如果经营得当的话，股价肯定会翻番。"对于投资组合高度集中的潘兴广场来说，它的投资组合中没有任何一项投资占总投资的比例超过了10%。如果投资鲍德斯集团成功了的话，那就是它的"基础价值发挥出来了"，潘兴广场也就可以享受股价上涨带来的收益，那么难道不值得对其进行投资吗?

通过对损失/获益出现的概率进行重新计算后，鲍德斯集团的很多因素看起来都非常有利于获益。此时，一个新的管理团队也已经准备就位了，而且这个团队似乎非常清楚鲍德斯集团需要改造的地方——用阿克曼的话来说，就是"臃肿的库存、糟糕的体制，还有低于巴诺书店的利润率。"该管理团队的领导者是鲍德斯集团的首席执行官乔治·琼斯（George Jones），麦奎尔说他是"在塔吉特百货商店里长大的人"。潘兴广场的评估结果表明，塔吉特百货是一家管理非常出色的公司。作为潘兴广场投资鲍德斯集团这一交易中的核心人物，麦奎尔和琼斯互相交流了对这笔交易的看法。此外，几个月之前，一些私募股权公司想以高于鲍德斯集团当前股价的价格将其收购。所以，新的优秀的管理团队以及实力强大的购买者当时都已经具备了，如果一切顺利的话，这必将是一项高回报的投资。这些因素都推动着潘兴广场对鲍德斯集团的分析朝着积极的方向进行，直到一切都变成了一个简单的选择——要么改造公司让其股价像麦奎尔所说的一样出现"令人兴奋地上涨"，要么就卖掉它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿克曼在2006年时说："我们购买了被动股权，然后静观其变。"很显然，潘兴广场购买鲍德斯集团股权的行为并非孤注一掷，阿克曼控制了他的投资比例，而这一比例要小于麦当劳和温蒂汉堡在其投资组合中所占的比例。

结果证明，阿克曼是有先见之明的，因为接下来发生的事情让人很不省心。简单地说，新的管理团队并没有那么高效。尽管他们确实卖掉了鲍德斯集团的一些海外子公司，但是仍然没有采用任何有意义的方式来使集团的管理更为合理。同时，在一年内，鲍德斯集团又宣布要发行可转换债券。潘兴广场的分析师认为，这样做对集团的股东不利，因为那不仅可能会稀释他们的股权，还会加重集团的债务负担。最终，鲍德斯集团没能成功发行可转换债券，而阿克曼说，当新的管理团队尝试这样做时，已经证明了"他们根本不知道自己在做什么"。

后来发生的事情也证实了阿克曼的评价。鲍德斯集团和其唯一的非网络竞争对手巴诺书店打起了价格战。这种愚蠢的行为使阿克曼颇为恼火。"亚马逊的书比它们任何一家的书都要便宜，"阿克曼一直认为，"人们去书店是为了闲逛，而不是为了买书。"果然，价格战让鲍德斯集团的利润进一步下降，尽管它花费了巨资进行促销，以提高其不断下降的股票价格，还提高了股息，但对一家负债累累的公司而言，这是一种不明智的做法。此时，就好像觉得这一切造成的压力还不够大似的，鲍德斯集团的一个大股东宣布发起一场代理战争。当时，鲍德斯集团的首席执行官琼斯要求潘兴广场在集团内发挥更加积极的维权投资者的作用，而潘兴广场也确实这样做了，他们向美国证券交易委员会提交了13-D文件，并且在2007年为鲍德斯集团推荐了一位新董事，2008年1月时又为其推荐了另一位董事—— 长期以来的交易参与者麦奎尔。

作为新的维权投资者进入鲍德斯集团后，潘兴广场很快发现其财务状况非常糟糕。于是，阿克曼建议，让潘兴广场为鲍德斯集团注入更多的资金。作为交换条件，潘兴广场提出了很多要求，其中最重要的是要求鲍德斯集团的董事会出售公司。如果其他所有的方法都失效的话，这就是最后的方法了。不幸的是，出售公司的时机不对：面对不确定的经济大环境，零售业的并购浪潮实际上已经停止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，收购者们都全力以赴地经营着自己的公司，已经极少考虑接管其他公司了。对此，阿克曼简单地总结道："我们错过了市场，所以失败了。"根据协议，鲍德斯集团将更多的股权移交给了潘兴广场。

2009 年 1 月，阿克曼持有的鲍德斯集团的股份达到了 33.62%，他还帮鲍德斯集团招聘了一名新的首席执行官罗恩·马歇尔（Ron Marshall），这是一位挽救破产公司的高手。而麦奎尔则离开潘兴广场到鲍德斯集团董事会任主席。当时，鲍德斯集团的股票交易价格为每股 30 美分。在接管公司后不久，马歇尔说："我们的保本估值，即如果要恢复我们所有的投资资本，股票必须达到的交易价格是每股 10 美元。"那时，鲍德斯集团看起来还有很长的路要走。

于是，潘兴广场输掉了自己在图书上下的赌注。

投资鲍德斯集团 时间表

2006 年 10 月 潘兴广场初步持有鲍德斯集团 3% 的股份。

2006 年 11 月 潘兴广场持有的鲍德斯集团的股份涨至 11% 以上；同时，鲍德斯集团的股票价格也上升了。

2007 年 10 月 潘兴广场向美国证券交易委员会提交了 13-D 文件，表明他们是维权投资者。

2008 年 3 月 根据协议，持有鲍德斯集团 18% 股份的潘兴广场给该集团提供运营资金方面的贷款，而鲍德斯集团也将自己寻找一个买家，并开始售卖海外资产、减持债务。

2008 年 10 月 根据协议，由于鲍德斯集团未能为自己找到买家，该集团被迫将 520 万股的认证股权转交给了潘兴广场。

2009 年 1 月 修订后的 13-D 文件强调了持有 33.62% 鲍德斯集团股份的潘兴广场具有"受益所有权"（beneficial ownership）。鲍德斯集团引入了新的管理层，其股票价格下降到每股 30 美分。

资料来源：潘兴广场资本管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锚定塔吉特百货公司

塔吉特百货公司是一家与沃尔玛的风格相异、迎合高消费群体的折扣零售企业。该公司曾购买过某一期《纽约客》杂志（*New Yorker*）上所有的广告版权，由此它似乎是一家和鲍德斯集团完全不同的企业。从表面上看，塔吉特百货公司似乎并不符合价值投资的流行观点。2007 年 4 月，当阿克曼第一次购买该公司的股票时，它的股价为每股 58~67 美元，价格并不低。但值得注意的是，这时它的股价仍在上涨。实际上，塔吉特百货公司的股价在此之前的一年中上涨了 45%。毫无疑问，股价的上涨源于公司出色的表现，为此公司的管理层受到了社会各界的好评。其中之一是《首席执行官》杂志（*Chief Executive*），塔吉特百货公司的首席执行官鲍勃·乌尔里克（Bob Ulrich）曾获得了该杂志的提名。

阿克曼是第一个承认塔吉特百货公司管理层具有非凡的管理技能的人。他确信该公司的股价被低估了，而且非常崇敬公司的首席执行官乌尔里克及其管理团队。于是，他开始投资塔古特百货公司。2007 年夏天，他购买了这家公司 9.6% 的股权，这是因为他对该公司的管理能力很有信心。他明确地表示，塔吉特百货公司的管理能力和潘兴广场的金融实力的结合会极大地释放塔吉特百货公司的价值。

为了达到这一目的，阿克曼还特意设立了“潘兴广场 IV”（Pershing Square IV）作为他在塔吉特百货公司的股权投资基金。对塔吉特百货公司的股权投资花费了潘兴广场 19.8 亿美元，其中 1.58 亿美元被用来购买将近 250 万股股份，16 亿美元被用来购买价值 7 920 万美元的股票期权。2007 年 7 月，尽管阿克曼宣布他的股份占塔吉特百货公司总股份的 9.6%，但是他打算如何找到自己想要释放的价值呢？这一问题仍然没有答案。

8 月，潘兴广场这一计划的赞成者和塔吉特百货公司的管理者一起召开了一个会议，在会上阿克曼至少让这个问题的答案稍微清晰了一些。他提出了第一点建议：潘兴广场与塔吉特百货公司合伙经营该公司的信用卡业务。阿克曼将这一业务看作一项可出售的资产，如果将这一资产出售的话，塔吉特百货公司可以通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回购股权的方式最大化公司的资本结构。而回购股权正是阿克曼的第二点建议。

塔吉特百货公司的管理者们却认为，信用卡业务是公司和消费者之间维持关系的必不可少的一部分。他们并不急于和别人分享这一业务或放弃对这一业务的管理，但同意考虑一下阿克曼的建议。同时，2007 年 11 月，塔吉特百货公司批准了 100 亿美元的取票回购计划，最终公司斥资 50 亿美元回购了将近 11% 的股份。

2008 年 5 月，阿克曼向塔吉特百货公司的管理层提出了他的第三点建议：出售房地产。简单地说，阿克曼认为，塔吉特百货公司在美国国内的 1 500 家分店占其总资产的 85%，而地处繁华地段的这些分店也是一项可以售卖的优质资产。阿克曼提出这一建议的目的仍是为了最大化公司资本并提高公司股价。

广受好评的塔吉特百货公司的管理者们可能已经被阿克曼的建议压得喘不过气来了，但他们还是听取了他的意见。阿克曼邀请了高盛集团参与起草售卖塔吉特百货公司房地产的正式文件。2008 年夏季和秋季，高盛集团和潘兴广场的相关人员一直在准备这份文件。在此期间，塔吉特百货公司宣布将其应收账款的利息的 47% 卖给了摩根大通银行。但这笔交易并不是按照阿克曼之前和塔吉特百货公司签订的合作协议来安排的。对此，阿克曼说，这是塔吉特百货公司"强烈的控制欲望"作祟。

10 月底，阿克曼最终提交了售卖房地产的草案。从大体上来说，这项提议和阿克曼给麦当劳、温蒂汉堡以及其他公司的提议相似，非常符合他的风格：将这些公司的房地产剥离开来，卖给一家免税的、公开交易的房地产投资信托公司，以提高塔吉特百货公司的股票价值。根据草案，这家房地产投资信托公司仅拥有塔吉特百货公司的土地，店铺依然归后者所有。此外，该房地产投资信托公司仍将土地租给塔吉特百货公司使用，租期为 75 年。

"塔吉特百货公司将与一家非常大的房地产公司合作，那是全美国最大的房地产公司。"阿克曼在提出建议时断言道。确实，这样一来，这家房地产投资信托公司将成为美国国内最大的房地产公司，也会在标准普尔 500 强公司中排名第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

62 位，如果这一排名存在的话。

塔吉特百货公司的管理层对这一建议仍然犹豫不决。他们担心，一旦卖掉房地产这样的核心资产，将会影响公司的负债率、借款成本和流动性等，尤其是在信贷市场越来越紧缩的情况下。

于是，潘兴广场就开始修改草案，希望可以化解塔吉特百货公司的管理层的担忧。由于 2008 年已经接近尾声了，所以阿克曼和他的团队决定，在 2008 年的节日购物季之后再提交一份新草案会更好。因为对于零售商来说，节日购物季是一年中销售的巅峰时期。

2008 年的节日购物季只是销售高档折扣商品的一些零售商的销售巅峰时期而已，并不是所有零售商的销售巅峰时期。因此，塔吉特百货公司的销售额下降了 4.1%，考虑到消费者不愿消费，这种结果是在预料之中的，但是节日购物节的削价同样减少了公司的利润。而信用卡违约又进一步使公司的利润减少了。2009 年 1 月，塔吉特百货公司的股价下降了将近 10%。

潘兴广场 IV 基金的价值也下降了 40.1%。从某个方面来说，情况比表面上看起来更加糟糕。因为阿克曼利用该基金来购买股票期权，为塔吉特百货公司的股价上涨下赌注，所以他所遭受的损失进一步被放大了。到 2009 年 2 月底，潘兴广场 IV 基金价值的下降幅度高达 90%，如果阿克曼购买的是股票而不是股票期权，那么他遭受的损失就要比这小得多。“这真是一场灾难。”2 月 8 日，阿克曼这样告诉《华尔街日报》的记者。那天是星期天，这名记者看见他深夜时仍坐在办公室里。当时，他正在给基金投资者写信。“我真诚地向你们道歉，”阿克曼写道，“总的来说，潘兴广场 IV 基金是迄今为止最令我失望的投资之一。”而让他更失望的还在后面：3 月，阿克曼为了获得塔吉特百货公司董事会的席位发起了一场代理战争。仅仅两个月之后，他就失去了这一席位。

阿克曼在投资塔吉特百货公司时犯下的价值亿万美元的错误的真正根源如同他清楚地指出来的那样，塔吉特百货公司是一家优质的公司，它的表现比其他大多数零售商都要好，不管从公司业绩还是从股价上来说都是如此。它很有可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一直这样持续下去。确实，到 2009 年第一季度末时，潘兴广场 IV 基金上涨了 48%——虽然既没有获利也没有抵消损失，但这也许是一个情况正在转好的信号。然而，这不重要了。阿克曼把赌注下在了一匹注定会赢的马上，在只需加速 1.6 公里的赛马比赛中，骑师加速的距离却是 2.4 公里。骑师错过了时机，阿克曼也错过了，因为他将自己 2010 年的看涨期权费用延期到 2011 年支付了。因此，值得注意的是，如果你的目的是利用投资者的钱来赚钱，那么时机至关重要。

锚定塔吉特百货公司 时间表

2007 年 4 月 阿克曼开始购买塔吉特百货公司的股票。

2007 年 7 月 潘兴广场购买的塔吉特百货公司的股票占其股票总数的 9.6%。

2007 年 8 月 潘兴广场和塔吉特百货公司的管理层召开会议，商讨信用卡业务合作和股票回购事宜。

2007 年 11 月 塔吉特百货公司批准了 100 亿美元的股票回购计划。

2008 年 5 月 阿克曼提出房地产交易方面的建议；塔吉特百货公司宣布将其应收账款的利息的 47% 卖给了摩根大通银行。

2008 年 7 月 潘兴广场会同塔吉特百货公司管理层和高盛集团一起商讨售卖房地产事宜。

2008 年 10 月 潘兴广场向塔吉特百货公司提出了剥离房地产的建议，但是塔吉特百货对此表示担忧。

2009 年 1 月 潘兴广场 Ⅳ 基金的价值损失了 40%。

2009 年 2 月 阿克曼向投资者道歉。

2009 年 3 月 16 日 阿克曼发起代理战争，以在塔吉特百货公司的董事会中占有一席之地。

2009 年 5 月 29 日 阿克曼输掉了代理战争，失去了他在塔吉特百货公司董事会的席位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权：对的不一定足够好

投资期权是一把双刃剑：如果你判断对了，那么你就会获得巨大的回报；但如果你的判断错了那么一丁点，那么你所有的本金就将会被一扫而空。期权是投资股票的一种举债形式，但是人们常常忽略了期权的投资方式。简单地说，期权是一种金融投资工具，这种金融工具和股票不同，期权投资者除了享有按合同约定的价格买入股票（看涨）期权或以更低的价格售出股票（看跌）期权的权利之外，期权本身不能给投资者带来价值。期权购买者要么购买相关股票的看涨期权，如果你估计股票价格将会上涨，那么你就可以购入看涨期权；要么就购买相关股票的看跌期权，如果你估计股票价格将会下跌，那么你就可以购入看跌期权。

需要强调的是，购买期权会产生一种叫作“期权金”（premium）的成本。期权金的高低与以下因素有关：执行价格（股价和执行价格的差距越大，期权金就越高）；时间价值（期限越长，期权金就越高）；相关股票价格的波动性（波动性越高，期权金就越高，因为在任意一天，股价都可以高于或低于执行价格）。当然，市场状况通常也是影响期权金高低的因素之一。下面举例来说明期权的原理：

6 月，某投资者以每股 400 美元的价格购买了 7 月份谷歌的股票看涨期权。当时，谷歌的股价是每股 370 美元，由于该投资者不想套牢所有的资金，于是他支付了每股 40 美元的期权金。这显然是一种杠杆购买——也就是说，他用稍高于谷歌每股股价 10% 的价格就购入了谷歌的股票。7 月份的某一天是期权到期日，谷歌的股价上升至每股 405 美元。但是，在到期日那天，谷歌的股价必须要涨到每股 440 美元才能让这个投资者既不亏也不赚——也就是说，股价必须等于执行价格加上期权金。然而，在每股 405 美元的水平上，股价要远远低于这一价格，所以投资者每股损失了 35 美元。尽管他对股价变动方向的判断是正确的，但是他为时间价值和股价波动性支付了过多的期权金。因此，他在股价上“赚”得的 5 美元就这样被期权金成本一扫而空了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

错在哪里

◎责怪阿基米德

“给我一个支点，”杠杆投资者反复地说，“我将撬动地球。”简而言之，杠杆投资的原理是这样的：投资人只要付出很小的代价，就可以获得巨大的收益，但如果不通过举债，这是不可能获得的。一个小园丁可以用一根杠杆将花园里的一块大石头撬起来，搬出花园；一个投资者则可以利用不属于他的钱进行投资，如果成功的话，就会获得多倍回报。对投资者来说，唯一的问题就是他从哪里获得这些钱。当然，答案通常是去借钱。但是，这个问题还有一个大家有时候会忘记的答案，那就是：期权。

期权是一种更加深奥、风险更大的借款形式。在购买期权时，你购买的是进行特定交易的权利，而不是进行特定交易的义务。这一点和借款迥然不同。当你借钱购买了资产后，你就拥有了那项资产，无论资产的价值上涨或下跌，其固有价值都是属于你的。但是，如果你购买了期权，你就需要在到期日或到期日之前，按照事先约定的价格向期权卖方买入一定数量的期权合约规定的特定商品。在到期日，你要么行使权利以约定价格购买特定商品，要么就放弃行使权利，让合同过期。在这一过程中，即使相关的股票价值持平或上涨，你所拥有的期权价值也可能会下降。

不管用什么方式，举债购买资产也好，通过期权购买资产也好，它们都属于杠杆投资，都是试图通过最小的付出来获得最大的回报，即通过运用根本就不属于自己的钱，或者不花钱就能获得巨大的收益。

避免举债一直是阿克曼的投资纪律中的一部分，不管是自己的公司，还是目标投资公司，他都避免其资产负债表上出现负债。因此，**阿克曼之所以会犯下价值亿万美元的投资错误是因为他违背了自己的投资纪律**。在投资鲍德曼集团和塔吉特百货公司时，他都违背了投资纪律，只是形式不同而已。

在投资鲍德斯集团时，阿克曼本来可以避免自己严重违背选择标准的，但是他确实违背了，而且没有道出实情。毕竟，从本质上说，鲍德斯集团确实可以和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴诺书店相提并论。的确，鲍德斯集团管理不善，有负债负担，而且面临一系列的战略挑战。但是，如果潘兴广场可以改造这些不足之处的话，毕竟这些正是维权投资者所做的事，他们就将会获得丰厚的回报。因此，当由于违背了纪律而没有获得回报后，他们就没有可以依靠的纪律了。事实上，当投资纪律处于被违背的风险之中时，即使稍微歪曲一下它，也会造成和打破纪律一样的后果。

在投资塔吉特百货公司时，阿克曼直接且明确地表示自己违背了选择标准，这和他之前投资鲍德斯集团时非正式地违背标准是不同的。当然，他有权利放弃避免举债这一标准，只要他认为那项投资确实有吸引力，而他也的确这样做了，这让别人很羡慕他的天赋。而别人同样羡慕的是他从容地进行举债经营——在潘兴广场 Ⅳ 基金中期权所占的比例很高。通过举债，阿克曼仅花费了 1.58 亿美元就获得了塔吉特百货公司 8 176 万股股份，这样的价格本来只能买到 250 万股股份。而其余的 792 万股股份是通过价值 16 亿美元的期权获得的。公平地说，杠杆战略已经暴露了，阿克曼估计投资于潘兴广场 Ⅳ 基金的 60% 的投资者是其他对冲基金，然而其中 90% 的投资者都是潘兴广场其他基金的投资者。所以，所有这些投资者要么想和阿克曼一起赚钱，阿克曼的确曾经让他们赚了很多钱，要么就是非常了解举债的缺点。

期权是非常诡计多端的。你必须在进行投资时对下面这 3 个难以捉摸的因素进行准确的判断：时间价值、所认购的期权的变动方向以及市场的动态。只有当期权的执行价格低于相关资产的市场价格时，你才可以通过行使权利获得利润。阿克曼从塔吉特百货公司购买了 16 亿美元的期权，是因为他相信自己可以让这家公司采取一些让公司价值升值的举措，例如出售房地产等。到那时，阿克曼手中的期权价格就会低于该公司的股票的市场价格，他也就可以借此大赚一笔了。而当房地产交易泡汤之后，塔吉特百货公司的股票价格以及整个零售业的股价开始跳水，期权价值的下跌速度比股价的下跌速度更为迅猛。他本希望借助期权这一杠杆来扩大自己的收益，然而事实却是期权加剧了他的损失。

从长期来看，阿克曼拥有的塔吉特百货公司的期权价值可能会让他再大赚一笔，但也可能会让他再大赔一笔，而无论如何其价值都会持续地波动上涨。从长远来看，同样可能的是，阿克曼会行使期权，然后将它们转换为股票。而不太可能的是，阿克曼会完全获得这些原始期权的价值，因为一切已经太迟了。

当阿克曼违背他的投资纪律时，是否合理化了这样做的风险呢？也许他考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑过。如果是这样，那么他的行为就是可以理解的了。作为维权投资者，他已经在投资其他公司时获得了成功，例如麦当劳，而成功就是最有说服力的证据。此外，还有很多和他一起投资的对冲基金，它们和阿克曼一样，一定是不仅被这项投资所吸引，而且也被期权这一杠杆所吸引。

对于阿克曼在投资鲍德斯集团时所犯的错误，他称之为"非受迫性错误"，对此他有很多话要说，但也只是简单而又伤感地概括了一下，并从中剔除了自己判断失误和假设错误的因素，他说："我们认为，任何一个人都比旧的管理层要强，但这是不对的。"在他所谓的"维权投资者和上市公司的首席执行官的对抗"中，维权投资者并不一定更有优势。结果表明，维权投资者在改造自己所投资的公司的不足之处时，其局限性要比人们想象得高很多。阿克曼说："使公司好转很难，使那些债务累累的公司好转更难。而尝试使那些你并不了解其管理模式的公司好转，是不值得做的。"

"如果所有其他的零售商都经营失败了，那我们的商品就可以卖出去了。"这一假设也因此是不成立的，这是由于它将自己的繁荣建立在别人失败的基础之上。阿克曼说，在投资界中，"困难程度不会给你带来报酬，这不像奥林匹克运动会"。他认为，对鲍德斯集团的投资就像是花样滑冰中 3 个选手一起做后内环一周跳。"难度太大了，3 个选手本应该一起跳的，但是他们却没有这样做。"

难道这不正是纪律的作用所在吗？因为选手们一起跳的机会极为有限，而且你永远也不知道他们什么时候会滑离队伍，所以你可以依靠纪律来约束他们。不要举债，阿克曼的投资纪律中明确规定了这一点。事实证明，他的纪律是合理的。

投资启示

- **了解你的基金经理制定的投资纪律，并且观察一下他是否或何时违背了自己的纪律。**
- **审视仓位变化。**审视你的投资经理或共同基金的投资对象，看看他们是否发出了一些警示信号。例如，如果基金招股说明书中表明该基金只投资医疗股或消费股，但是基金季度报告却表明 10% 的基金被投资在金融股上，那么是时候寻找另一位投资经理了。这是因为投资金融股需要进行不同的分析，制定不同的投资纪律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **纪律就是纪律。**好结果并不能保证实现结果的手段肯定是正确的。虽然平均数定律保证了并不是每次违背纪律都会造成投资错误，但是这一概率仍然是存在的。所以，如果一位投资经理因为违背纪律而在某次交易中获胜，然后就改变自己的投资战略的话，那么你就不要再跟他合作了。因为这次经历会让这位经理人拥有更大的动力去违背纪律，而这一定会导致巨大的金融损失。

- **好的投资者是历练出来的，而不是天生的。**变成一个精明的投资者的过程是一个不断努力的过程。回顾你投资成功的经历，分析一下哪些纪律为你带来了成功，同样也回顾一下你投资失败的经历，再分析一下哪些纪律是导致你失败的原因。

- **形成一个备忘录。**记下那些有用的投资纪律以及那些无用的投资纪律，这个备忘录是你投资纪律的核心部分。你需要严格遵守。

- **用期权来对冲风险。**期权应该被用来对冲风险，而不是用来表达自己对某一股票上涨或下跌的判断的。股权投资要求你对股票的变动方向作出正确的预测。有时，这一预测需要非常精确，不仅要对达到约定价格的时间作出精确的判断，还要对市场形势有正确的判断。考虑一下，自己是否能够承受这些风险。

- **明智地分配你的投资资金。**如果要投资一家风险较高的公司，那么就要适当地分配你的投资资金，像阿克曼投资鲍德斯集团时所做的那样。而如果你有充足的资金来承受风险，那么你就可以偶尔进行一下风险投资，但是要确保风险投资只占你的投资组合中的一小部分。

- **你可以进行投机。**虽然你可以故意违背自己的投资纪律，至少在你设定的投机投资的比例范围内可以这样做，但是你的共同基金经理却不可以这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 忠告 5 |

超高收益意味着超高风险

不凋花顾问公司创始人 尼古拉斯·马奥尼斯

2000 年，当尼古拉斯·马奥尼斯（Nicholas Maounis）创立对冲基金不凋花顾问公司（Amaranth Advisors, 以下简称“不凋花基金”）时，他了解了作为一个专业的投资者应该知晓的一切。该基金公司使他有机会将自己的理念付诸实践，而这些理念是他在为他人工作的几十年里通过摸爬滚打总结出来的，也是经过了严酷的市场考验的。另外，创建这家基金公司还让他有机会用自己的方式创立基金，并将“增加阿尔法”的文化渗透其中。结果，他成功了，该基金增长势头突飞猛进。

该基金最后为什么会崩溃呢？是因为步子跨得太大，跳得太高了吗？还是因为曾经占据主导地位的理念都被利润挤跑了吗？也许吧。但是，能够确定的是，马奥尼斯是一位经验丰富且拥有娴熟的投资技巧的投资者。如果说 2000 年创立不凋花基金时，他还没有了解投资的全部意义的话，那么毫无疑问，2006 年不凋花基金的崩溃让他学到了更多东西。

“没有任何事物可以替代经历，”马奥尼斯一再重复，“这次经历，”也就是经营对冲基公司失败的经历，“让我成了一个更好的投资者。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管学费高昂，但那是值得的：如果一项投资可以产生巨额回报，那么它同样可以造成巨额的亏损。马奥尼斯要么是忘记了这一点，要么是没有意识到，再要么就是被巨额回报蒙蔽了自己的双眼。但当他发现这个事实时，一切已经太晚了。

多策略模型让交易成为可能

马奥尼斯的父亲是著名的 ASBA 基金（Arnhold and S. Bleichroeder Advisers, LLC）的掌门人，而他的母亲则是美国国内最古老的证券交易所格兰托尔经纪公司（Gruntal & Co.）的交易员，所以马奥尼斯简直就是在金融市场里长大的。我们可以想象一下他家餐桌上的对话内容：马奥尼斯的父母就他们的工作细节交换意见，讨论着股票和商品期货的最高点和最低点以及在这之间发生的所有变动。马奥尼斯和他的哥哥受到父母潜移默化的影响，肯定吸收了不少金融交易方面的知识。马奥尼斯的父亲很慈祥，他非常乐于教育自己那求知若渴而且聪明伶俐的孩子。或许从一开始，马奥尼斯的 DNA 里就有了交易的基因。后来，和父母的闲谈、父亲的教导和餐桌上的讨论等又进一步丰富了他的交易方面的知识。

因此，毫不奇怪，当马奥尼斯上高中时，他的同学都在观看美国大学生篮球联赛（NCAA）时，他已经开始做有关保龄球分数的期权市场了。这似乎只是一个小孩子的怪癖而已，但是马奥尼斯从中获得了实践经验，这是在任何一本商务课本中都学不到的，而这也许就是马奥尼斯对商务课本不太感兴趣的原因吧。事实上，通过做有关保龄球分数的期权市场，他学会了如何处理结果出现的概率和计算将赌注下在这一结果上所带来的风险的真正价值。大多数伟大的投资者和交易员都具备这种技能，马奥尼斯则很自然地就掌握了。

“在超市，你是买不到鱼子酱的，”在全食超市（Whole Foods）和野燕麦超市（Wild Oats）出现之前，马奥尼斯的父亲这样告诉他。这就像当人们问著名的银行大盗威利·萨顿（Willie Sutton）为什么抢银行时，他给出的答案一样，萨顿说：“因为银行里有钱。”同样，马奥尼斯的父亲告诉他，如果你想挣大钱的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么你就必须到有很多钱的地方才行。因此，1985 年马奥尼斯从康涅狄格州立大学毕业后，就成了罗斯柴尔德公司（L.F. Rothschild）的一名外汇交易员。当公司的可转换债券部门出现空缺时，马奥尼斯立刻就去申请了这一职位，但是却被公司以他没有接受相关培训而拒绝了。“我父亲在家里会教我。”马奥尼斯说，于是他接受了父亲的培训，并开始做可转换债券交易方面的工作。

那时，可转换债券交易是套利的一部分，罗斯柴尔德公司的这一业务是由约翰·安杰洛（John Angelo）和迈克尔·戈登（Michael Gordon）经营的，他们两人都是这一领域的专家。在他们的指导下，马奥尼斯变得越来越活跃，他建立了自己的可转换债券套利业务，为他的投资者大赚了 20% 的利润，因此成为了公司史上最年轻的高级副总裁。然而，罗斯柴尔德公司问题重重，其主要问题是公司内部高级管理人员之间不和，这让该公司在 1987 年的股票市场崩盘中损失惨重。于是，安杰洛和戈登离开这家混乱的公司，建立了自己的对冲基金公司，并获得了巨大的成功，然后他们邀请马奥尼斯加入他们的公司。

随后，马奥尼斯就在那里工作了两年，直到受唐纳德·苏斯曼（Donald Sussman）的引诱离开了这家公司。苏斯曼是帕洛玛合作者对冲基金（Paloma Partners）的创始人，他开创了形式多样的定量价值投资和相对价值投资，比如通过电脑统计套利的方式来从相关债券的价格和其历史价格之间的差值中获利。帕洛玛合作者对冲基金也是创新投资方式的领导者——它为多个交易员提供了资金，并将他们的表现融合到一项基金中。同样，它还是优化运营系统和控制系统的领导者。也许这是因为它认识到，缺乏基础设施是导致众多对冲基金失败的两大主要原因之一。当然，另外一个原因是缺乏良好的表现。苏斯曼要求马奥尼斯在这两者之间作出选择：要么他自己建立一个团队，要么加入现有的团队中来。马奥尼斯选择了后者，或许他认为这将会是一次学习的好机会。1991 年，在团队领导者离开之后，他已经为接管这一职位做好了充分的准备。

马奥尼斯将投资委托的重点扩展出了许多策略，并创造了一项综合多种策略的基金。按照他的观点，单策略模型比如说仅仅投资股票或债券，是有缺陷的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单策略基金容易受单个市场波动的影响，因而不能保证每次市场波动时都可以盈利。相反，在多策略模型中，几乎从定义就可以知道，如果利用某一个策略不能盈利，那么还可以利用其他的策略来谋利。从某种程度上来说，马奥尼斯最终听从了父亲的建议，即如果你想赚大钱，那么就去有很多钱的地方。而在多策略模型中，他总能赚到钱。

此外，多策略模型中的一些其他东西也深深吸引了马奥尼斯，那就是交叉培养投资观念的可能性，模型中的一个策略可以为其他策略提供“营养”。例如，由于外汇交易员知道美元对其他货币的汇率是多少，他就可以帮助股票交易员理解美国公司的出口产品对其他国家的消费者来说是更贵了还是更便宜了。这样一来，股票交易员也就可以知道这些公司的收入是会上升还是下降，并因此判断公司收入的变动对它的股票价格的影响了。而马奥尼斯认为，可以实现交叉培养的是人们的可选择性水平。也就是说，在一个团队中，成员之间可以转换技能的水平。根据马奥尼斯的观点，一个理解股票市场的分析师也应该能理解信贷市场。他认为，通过这种方式来扩展分析师的技能可以提高他们的工作效率。为了实现这一点，在为帕洛玛基金招聘新人时，他试图招聘这方面的人才。此外，他还将更多的策略加入到自己的模型中。例如，1994 年时他加入了信贷套利，而 1999 年时他加入了能源交易。

让马奥尼斯首次关注能源交易并开始思考能源衍生产品市场的是杂志上的一篇文章。那篇文章使马奥尼斯对能源交易产生了兴趣及想要对此进行更深入的研究的想法。随后，马奥尼斯便开展了有关能源交易的非常有意义的研究，直到他掌握了能源交易方面他能学到的一切。他不仅了解到全球第一家电力衍生产品交易所是北欧电力交易所（NordPool），还了解到有关欧盟碳排放配额的知识。接下来，他开始寻找能源交易领域的专家。令人意想不到的是，当安然公司破产时，不凋花基金已经准备好了。而正是马奥尼斯早期的多策略模型和这次稀有的机会让这笔能源交易成为可能。

尽管这些都是几年前的事情了，但如今马奥尼斯仍不停地为帕洛玛基金创造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着那些令人敬畏的记录：1992—2000 年，帕洛玛基金的净利润率为 22%，比市场平均回报率要高很多。

马奥尼斯似乎认为将自己学到的关于如何创立对冲基金的所有知识付诸实践的时机已经成熟了。2000 年，他运用 6 亿美元创立了不凋花基金，其中的 3 亿美元来自作为管理账户的帕洛玛基金。

创立“不凋花”对冲基金

在希腊语中，“Amaranth”是不凋谢的意思。也许这个词是因紫色的不凋花而闻名，但当马奥尼斯第一次听到这个词时，他刚刚为家里买了一张独特的桌球台。而当他听说这个词如同他的家族一样源自希腊，而且还是指那些“不凋谢”的事物时，他就认为这个名字非常适合他的对冲基金。

起初，由于帕洛玛基金作为管理基金参与到马奥尼斯的不凋花基金中来，马奥尼斯很难赚到钱。因为其他投资者在知道帕洛玛基金占了如此大的比例后，就会有所犹豫。此外，作为一个管理账户，帕洛玛基金控制着不凋花基金的资金，这就意味着帕洛玛基金可以随时从马奥尼斯这里抽走它的 3 亿美元资金。而马奥尼斯的其他投资者却不能这样，他们的资金被用来进行真正的基金投资，而且在首个季度被锁定，如果想赎回的话，还会受到很多限制。换句话说，帕洛玛基金享有优先的流动性，对于投资者来说，这不是一个很好的营销工具。然而，一年之后，除了帕洛玛基金账户中的 3 亿美元之外，不凋花基金的资产达到了 3.5 亿美元，这得益于公司收入的持续上涨。不凋花基金的核心战略是不良债券交易、信用交易、全球可转换债券套利、合并套利，以及最初的公共事业和技术方面的长期股权和短期股权。马奥尼斯认识到只有投入才能让多策略模型变得更好，于是公司开始对“机会”进行精确测算方面的基础研究。而他认为，这是不凋花基金优于其他基金的地方。

马奥尼斯对如何才能使不凋花基金成为成功的对冲基金有着深刻的见解。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是学商务的，其主攻方向是投资。他将文化视为一个组织中最重要的因素，而且他也开始打造一种所谓的“优胜文化”。

马奥尼斯认定，成功的对冲基金需要拥有四大支柱，而这四大支柱也体现在其他著名的对冲基金中，它们是：多头/空头股票；信用，这点体现在阿帕鲁萨基金（Appaloosa）中；量化分析，这点体现在德劭集团（D.E. Shaw and Citadel）中；交易对象主要是商品和能源交易。他的目标是将这些支柱的收益进行组合，通过整合的协同作用获得更大的收益。

马奥尼斯认为，“增加阿尔法”的基础设施建设中包括了“整合”这一关键点，而且要对活动、功能、过程、市场、技能、天赋和悟性等各方面都进行整合。他相信，正是这种整合带来的交叉学习和交叉培养的可能性滋生了他渴望打造的优胜文化。他认为，在一个时刻充满挑战的理财领域里，这种文化对他们取得成功至关重要。

值得注意的是，正是马奥尼斯的这种信念亦或是他的做事方法让不凋花基金从众多对冲基金中脱颖而出的。其他基金公司并不将自己的业务看成是一种可扩展的业务，而是看作实现基金创立伙伴的投资技能的价值的一种投资管理工具。马奥尼斯的看法则截然不同，他希望自己的公司获得能持续发展的机会，而他也正在努力使不凋花基金获得这样的机会。

马奥尼斯的出发点是以人为本。他喜欢寻找那些秉持正确的风险理念、拥有合适的技能的人才，他要靠这些人来打造自己的优胜文化。正如吉姆·柯林斯（Jim Collins）在《从优秀到卓越》（*Good to Great*）一书中所写的一样，首先你应该看看车上坐的是什么人，然后再决定驶往何方，马奥尼斯正是这么做的。很显然，这一点一直以来都是他的行为哲学：找到合适的团队，并根据团队成员的天赋和技能来进行团队的基础设施建设，不去要求他们去做自己不会做的事情，而要让他们把会做的事做得更好，然后大家全力以赴，增加阿尔法。

马奥尼斯认为，这也意味着公司要开始经营自己的股票贷款和投资组合金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部门，做一家自我管理的基金公司，这样等时机成熟时，他们才有能力转型。此外，公司还要努力进行内部招聘，且要确保风险管理人员能发现看似毫无关联的策略之间的相关性。这些马奥尼斯都一一执行了。

无论如何，整合基础设施建设仍然是马奥尼斯建立公司的驱动力。这就是为什么不凋花基金能持续为其投资平台加入更多东西的原因。从活动类型上来看，有统计套利、健康医疗、房地产投资信托和金融服务等；从地理位置上来看，覆盖加拿大、欧洲和新加坡等。而公司这样的发展也就是马奥尼斯要复制谷歌和思科（Cisco）模式的原因，他在公司内部开设了健身中心、为摇滚音乐即兴演奏准备了一间隔音效果良好的音乐工作室，还设立了一间休息室，里面设有古色古香的桌球台、电子游戏和围棋。与其让员工下班之后再进行社交活动，为什么不让社交（这也是一种整合）成为他们日常工作的一部分呢？马奥尼斯经常将公司在康涅狄格州格林威治（Greenwich）总部的员工拉在一起共进午餐——这些员工根本不认识对方，而且从事着完全不同的工作：他让来自新加坡的员工和从事量化分析的员工进行交谈，让风险经理和房地产投资信托交易员一起大快朵颐，还让一个采取自下而上选股策略的选股专家和一个运用自上而下分析方法的宏观经济交易员共进午餐。马奥尼斯相信，通过经验、知识及思想的交叉和碰撞，新的观点便会从中产生。即便一年下来，只有一个新观点产生，这样做也是值得的。

的确，这样做行得通，且非常有效。在大多数时候，不凋花基金的大部分投资组合都取得了成功，且由于每种策略都有不同的投资属性，而不是彼此的镜像，所以成功和失败并不相关，回报也就相当可观。不凋花基金就这样逐渐成长起来了。2000 年，当公司刚成立时，只有约 20 名员工，而到了 2006 年，员工总数达到了 425 人这一峰值。在公司总部，有 60% 的员工是操作员，40% 的员工是投资专家，这其中有 25 人有权作出投资决策。不凋花基金的投资者支付 1.5% 的行业管理标准费用和 20% 的激励费用。

成长意味着改变。一方面，尽管马奥尼斯在交易世家中长大，显示了自己作为交易者的天赋，但是他再也没有时间亲自从事交易活动，即便他既非常热爱也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格外擅长这一工作。另一方面，要管理这家正在成长中的公司，他就需要围绕风险问题和其他问题召开一个又一个的会议，还要一天花三四个小时接听投资者的电话。无论如何，他舍弃了自己的核心优势，即从市场中赚钱的能力，变成了一个具有远见卓识的领导者，最重要的是，他成了一个监督多领域投资活动的投资组合经理。

不凋花基金的基本面也在变化，基金的初始分配随着各种投资机会的出现而转变。成熟的多策略基金应该要能选出最好的投资机会，然后重新配置资金以利用这些机会。合并套利（merger arbitrage）占了不凋花基金原始配置的 40%，但是其占有的份额也在不断缩小，因为公司进行的交易活动越来越多了。能源交易便是不凋花基金开展的一种新的交易活动。马奥尼斯一直留存着他在杂志上读到的那篇关于电力公司放松管制的文章，很早之前，他就曾正确地预测到，放松管制将会导致电力交易市场的出现，进而出现从中获利的机会。不凋花基金想要以进行天然气交易来抓住这一机会，因为天然气是许多电力公司生产电力的原料。而马奥尼斯首先要找到一个可以领导能源交易的人。

马奥尼斯找到的第一个能源交易的领导者是哈里·阿罗拉（Harry Arora），他曾经是安然公司的交易员。几年之后，猎头公司向马奥尼斯推荐了加拿大籍的布莱恩·亨特（Brain Hunter），亨特非常年轻，但经验丰富，具有 10 年天然气交易方面的经验。他辞去了德意志银行（Deutsche Bank）首席天然气交易员的职位，于 2004 年加入不凋花基金。亨特以理解天然气交易的可选性而闻名，他知道天然气交易的潜在边界，因而很快就开始为不凋花基金赚钱，不管市场行情是否良好，都是如此。毫无疑问，这其中的部分原因是亨特能够很好地理解风险以及掌控能源交易的下行波动幅度，亦即在可接受的水平之下的负收益仅有 10%，这其实是非常低的。

在那时，风险管理是不凋花基金所有工作的重中之重。其风险管理团队的领导者是一位毕业于哈佛大学的风险管理专家，并且该团队中有 15 人以上获得了高级风险管理证书，其中有 3 人专门从事能源方面的风险管理，而该团队并不仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅关注风险价值（value at risk）这一项。风险价值是指在一般的市场环境下，某一金融资产在未来特定的一段时间内的最大可能损失。除交易的风险价值外，马奥尼斯还想知道，由于不确定因素造成的基金损失会达到多少。他认为，尾部损失是最危险的。难能可贵的是，马奥尼斯知道危险是存在的，并努力衡量其大小。而他的同行却很少注意到这一点。

在不凋花基金进行能源交易的过程中，风险管理取得了很大的成功。交易室里的 3 个风险管理经理集中进行能源交易，亨特则每个月都对风险进行有效控制，能源交易的下行波动幅度被控制在 10% 以内，这是非常骄人的成就，若再加上亨特创下的盈利记录，这一成就就更加令人兴奋了。

在能源上下赌注

亨特在能源交易上取得的成功非常引人注目，因为对其他交易活动来说，2005 年并非一帆风顺。这一年市场形势颇为艰难，可转换债券的利润下降了，信用套利的利润也下降了。尽管投资界传出的大多是这些令人沮丧的消息，但亨特的能源交易的利润却逆势上涨。

能源交易策略实际上极其复杂，是需要经过反复思考和研究才能制定出来的。简单地说，这种策略的本质就是“下赌注”：亨特打赌，天然气在冬季和夏季的价差将会越来越大，冬季以 3 月份的供货合同为代表，夏季以 4 月份的供货合同为代表。自 2004 年加入不凋花基金以来，亨特就一直在下赌注。2004 年他刚进入公司时，天然气的冬夏之间的价差是 40 美分，后来价差确实持续扩大，让投资者赚得盆满钵满。

2005 年 4 月，亨特收到了对冲基金公司赛克资本公司的工作邀请，这家公司的掌门人是史蒂文·科恩（Steven A. Cohen），他是一位异常神秘的人，在很多领域都获得了巨大成功。该公司为亨特提供了 7 位数的签约奖金。马奥尼斯非常不愿意让亨特离开他的公司。为了留住亨特，他也给亨特提供了许多具有吸引力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的条件：他支付给亨特一定数量的资金以及享有和公司收入最高的人同等的权力。考虑到亨特所交易的资产池的规模，这些条件会让亨特成为不凋花基金收入最高的人。此外，马奥尼斯还安排亨特将家搬回了加拿大艾伯塔省（Alberta）的卡尔加里（Calgary），并且搬离了他原来在格林威治的 8 人间办公室以管理能源账户。最后，亨特还是留在了不凋花基金，只不过搬回了加拿大而已。2005 年 9 月，飓风卡特里娜和丽塔袭击墨西哥湾沿岸，摧毁了当地的天然气生产设施，致使能源价格飞速上涨，亨特的能源赌注为不凋花基金赚取了巨额的回报。单从这项回报丰厚的投资来看，亨特确实值得马奥尼斯信任。

亨特在能源策略上继续下赌注，并会根据能源团队捕捉到的市场机会对赌注不时地做一些战略性的调整。到 2006 年 4 月底，在 6 周的时间内，不凋花基金的能源账户赚了 12 亿美元。在这一年的前 4 个月，能源基金的回报率估计为 30%，远远超过了其他多策略基金。大多数分析师认为，这都是因为亨特在管理不凋花基金的能源交易。

2006 年 5 月，麻烦却来了。

2006 年 5 月，局势开始急转直下，冬季和夏季之间的天然气价差逐渐缩小，市场陷入停滞状态，天然气生产者也开始大量售卖天然气。5 月份的前两个星期，亨特的能源交易损失了 10 亿美元——几乎将前 6 周赚的钱都赔了进去，接下来他又面对随之而来的追加保证金的要求以及现金压力。

5 月底，马奥尼斯召集了其他 5 位合伙人召开全体会议。能源交易的波动性比预期的高很多，比预测出的风险系数也要高很多。问题是，这只是一个一次性事件，还是一个让他们对其风险管理情况进行全面评估的信号？不凋花基金的 6 位合伙人最终决定，他们面临以下三种选择，至于究竟选择哪一种，则取决于市场形势：

1. 增加现金并减少负债。
2. 通过出售天然气期货来减少头寸规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 对冲更多的头寸。

最后，他们决定执行第二种选择—— 通过出售天然气期货头寸，为能源交易分配更多的基金以削减其波动幅度，从而减少他们在其他战略上的基金数额。

当然，到那时候，市场就必定会注意马奥尼斯的行踪了。因此，6 月时，这个决定注定要“装死”。于是，他们决定避开“雷达”，以确保市场无法得到不凋花基金能源策略方面的消息。能源交易团队开始尽可能地平仓，同时也渡过了基本面的季节变动。这种方法看上去是行得通的：当月，基金整体上升了 6%。6 月底，彭博社报告，亨特的能源账户以及其他的商品账户控制了不凋花基金 56% 的风险资本，这占公司总业绩的 78%。但是，公司却几乎没有流动资金了，为了给能源交易提供资金，公司再次削减了其他投资组合中的基金数额。

7 月，一件非常罕见且令人意想不到的事进一步加剧了能源交易的波动性：天然气价格居然在夏天出现了大幅跳水。通常，当储存天然气的商人要求天然气公司减少它们对天然气的储存量时，天然气价格才会大幅下跌。而这种情况一般发生在供热季节，那是一种避免天然气的现货价格下滑的手段，因为天然气储量供应太多会减低其价格。在 4~10 月的非供热季节，这种减缓价格风险的机制不仅让市场变得非常慌乱，也让不凋花基金的局势变得异常复杂。降低风险变得越来越难了，因为天然气市场不能吸收不凋花基金的平仓数量。马奥尼斯告诉亨特，必须要降低能源持有量，而且如果不能马上降低的话，那么亨特和他的团队都必须回到公司在格林威治的总部工作，直到问题解决了为止。

于是，亨特和他的团队从卡尔加里回到了康涅狄格州。在夏天剩余的日子里，他们一直待在那里，每天的工作就是降低风险。到 8 月底，亨特提出了一个降低风险的最终计划，结束了他们连月以来的风险管理活动。该计划需要将公司在纽约商品交易所（New York Mercantile Exchange）的交易转移到洲际交易所（Intercontinental Exchange）。因为前者不断地给不凋花基金施压，要求它降低风险；而后者的流动性则更强，并且平仓是以现金为基础的。这一行动的最后期限是 8 月底，也就是说亨特他们只花了几天的时间就完成了这项工作。当时，不凋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花基金的资产总额大约为 95 亿美元。

交易转移后的第一天，不凋花基金盈利了。第二天，也就是 2006 年 8 月 29 日，当亨特正准备结算不凋花基金在洲际交易所的头寸时，他收到了一封匿名邮件，上面写道："我们正在调查你。"同时，纽约商品交易所在当天交易活动的最后 30 分钟命令不凋花基金退出交易市场。据纽约商品交易所解释说，他们这样做是因为担心不凋花基金数额过大，因而可能会成为其他交易者的市场操控目标。

纽约商品交易所的担心真是极具讽刺意味。在这之前，不凋花基金早就注意到交易市场中出现了一些不规范的行为，而且已经要求纽约商品交易所对此展开调查了。然而，他们却在可能出现市场操控行为时，决定将不凋花基金踢出市场。这有点批评检举者的意味。但是，不凋花基金还是服从了他们的命令，也因此在最后的半个小时内损失了 5.5 亿美元。对于亨特和他的团队以及马奥尼斯和他的合伙人而言，这种感觉就像被截肢了一样，因为他们作为交易者的直觉和投资技能都变得软弱无力，只能眼睁睁地看着公司的财富被人掠夺。而他们收到的那封匿名邮件看起来非常可疑。

当交易日结束后，纽约商品交易所打来了一个电话，指责不凋花基金为什么在交易日的最后半小时内什么事情也不做。幸运的是，交易记录证明，不凋花基金正是按照纽约商品交易所的命令做的。如果交易市场上存在操控行为的话，那么这绝非不凋花基金所为，但是它却为此付出了代价。有人在操控交易市场，不凋花基金仍然受到了纽约商品交易所的限制，损失了 5.5 亿美元。虽然遭受了如此巨大的损失，但是不凋花基金的当月基金还是上涨了 5.5%。

当天傍晚，马奥尼斯告诉亨特，说他已经联系了高盛集团，并和高盛集团制定了一份协议，可以使不凋花基金摆脱目前的混乱局面。而且他认为即使会使公司遭受一些损失也是值得的。毕竟，公司的基金上涨了 25%。亨特对此则提出了反对意见：8 月，他们已经获得了 30 亿美元的现金，相当于公司 95 亿美元基金总额的 30%，这让公司拥有了足够的流动性。亨特相信当时的基本面仍对他们有利，风险也已经被降低了一大半，而且他相信他们仍然可以使风险进一步下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，他要求马奥尼斯再给自己两周的时间。

9 月中旬，马奥尼斯原本计划要前往拉斯维加斯参加一个商务会议，与会者还有高盛集团的总裁加里·科恩（Gary Cohen）、奥奇 - 齐夫资本管理集团（Och-Ziff Capital Management）的创始人丹·奥奇（Dan Och），以及一些其他的巨额资金管理经理。在当时那种情况下，马奥尼斯非常不愿意离开公司，他强烈地感觉到自己不应该在这个紧要关头离开格林威治。但是，亨特说服了他，说一切都会好的，他应该去参加这个会议。亨特说，不凋花基金仍然处在流言蜚语的漩涡之中，如果不去参加这场聚集了华尔街名人的重要会议，那么就相当于马奥尼斯将他的投资组合告知了每一位对冲基金竞争者。于是，马奥尼斯非常勉强地坐上了飞往拉斯维加斯的飞机。在 9 月的一个星期一，秋高气爽，华尔街的名人们在户外召开了会议。正当其他资金经理祝贺马奥尼斯在这一年里取得了非凡的成就时，他的手机响了，恶耗传来——天然气价格直线下降，不凋花基金已经损失 3.5 亿美元了。在那一天剩余的时间里，马奥尼斯都待在自己的房间里打电话，试图去避免一件不可避免的事。

究竟发生了什么事情？马奥尼斯稍后会告诉投资者，市场发生了“微乎其微的”变化—— 天气变得非常冷，人们开始使用空调了，那年当地几乎没有遭受飓风的袭击，而随着天然气的存货的激增，月初的 2 美元的价差已经下降到 63 美分了。对于任何一支风险管理团队来说，这种事都是不可能发生在他们头上的，对马奥尼斯而言，情况更是如此。然而，一切就这样发生了。之前，因为这种事情太过不同寻常，他们还曾做过这方面的审查，并且评估其发生的概率“几乎趋近于零”。然而，事情确实发生了。

这是史无前例的，能源交易崩溃本身和其发生的概率在统计上都很反常，而亨特在能源上下的赌注也以闪电般的速度和摧毁力迅速输掉了。第二天，马奥尼斯仍然待在拉斯维加斯的宾馆房间里打电话，他感觉天都要塌下来了。的确，天要塌下来了——不管怎么说，可以做这样一个比喻。随后，马奥尼斯飞回了格林威治，试着去尽力挽回损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：95828088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，一切都为时已晚了。那一周，亨特的行为让不凋花基金损失了大约46亿美元，为了筹资，公司开始亏本平仓。9月22日，马奥尼斯对不凋花基金的投资者表示“遗憾”。截至月底，不凋花基金的损失就已经达到66亿美元了。按美元计算，这是当时史上亏损最严重的对冲基金，仅一年时间就损失了基金总额的60%。直到2008年，城堡投资集团（Citadel Investment Group）的损失才超过了不凋花基金的纪录。日复一日，夜复一夜，不凋花基金的合伙人聚在一起讨论挽救方案。得益于马奥尼斯打造的公司文化，他们之间并没有相互指责，而是团结在一起共同应对困难。而如果他们不团结，本就非常严重的损失将会变得更加严重。最终，马奥尼斯被迫开始做他最不愿意做的事情—— 关闭不凋花基金，返还投资者现金。

几周之内，摩根大通和美林证券（Merrill Lynch）就接管了不凋花基金的能源账户，为此不凋花基金也付出了几十亿美元的代价。实际上，这66亿美元中有将近一半都支付给了摩根大通，后者则只是简单地将不凋花基金的能源账户加到自己本来就很庞大的能源账户中而已。然后，摩根大通将该账户转交给城堡投资集团。此时，不凋花基金的投资者们的资金只剩下1/3。而得益于马奥尼斯招聘进来的交易运营团队的果断行动，才没有造成更严重的经济后果。至于其他基金同样也遭受了市场逆转导致的巨额损失，例如培洛顿合伙公司（Peloton Partner）就被一扫而空。

美国证券交易委员会怀疑有人在操纵市场，于是要求检查不凋花基金所有的交易记录。但是，他们没有找到任何有关不凋花基金操纵市场的证据。2009年8月，美国证券交易委员会的执行部门发表声明，宣布不凋花基金无罪。

在此之前，不凋花基金从来没有因为能源遭受过交易损失，也没有一次未满足追加保证金的要求。只有一个投资者—— 公共养老金曾经起诉过它。

美国联邦能源监管委员会（Federal Energy Regulatory Commission ）和美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）控告不凋花基金以及亨特故意操纵市场，还对他们的操纵行为表达了与美国证券交易委员会不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的看法。但是，到那时为止，马奥尼斯这位从来没有被任何监管机构提起控告的人疲于不得不为自己的公司展开辩护而回击了该委员会的控告。

马奥尼斯相信，迫使不凋花基金遭受损失的决定是由摩根大通集团的最高层即摩根大通银行做出的。具体来说，他认为，这一决策是由该银行的首席执行官杰米·戴蒙（Jamie Dimon）的两个助理做出的，他们是史蒂文·布莱克（Steven D. Black）和威廉·温特斯（William T. Winters），这两人领导的部门负责处理摩根大通银行和不凋花基金的往来业务。2007 年 11 月 13 日，不凋花基金向纽约最高法院提起诉讼，宣称公司和其投资者都是摩根大通银行故意操纵市场行为的受害人。作为不凋花基金的主要经纪人，摩根大通要对所有的交易负责。根据不凋花基金的控诉，摩根大通故意扰乱了两笔本来可以让不凋花基金免于破产的交易。在第一笔交易中，高盛集团本来会接管不凋花基金的能源账户，从而可以降低其对冲基金的财务风险。第二笔交易则涉及不凋花基金和城堡投资集团之间的交易和过渡性融资。不凋花基金宣称，摩根大通就不凋花基金的曝险程度和偿付能力发表的错误声明掐断了不凋花基金的这两条生命线。不凋花基金也承认，他们和摩根大通签订的合同允许公司进行降低风险的交易，但是摩根大通却阻止他们这样做。根据不凋花基金的控告，摩根大通的行为至少导致不凋花基金遭受了 10 亿美元的损失。摩根大通还被控告其将不凋花基金的能源交易信息泄露给其他交易者，造成了周期性的谣言，借此进一步向不凋花基金施压。也许并非巧合的是，摩根大通扰乱上面所说的两笔交易之后，它取消了不凋花基金对能源账户的赎回权，在几周时间内赚取了约 7.5 亿美元。至于这些控诉则很有可能需要几年时间才能得以证实或被驳倒。

2006 年年底，不凋花基金不再像“不凋花”所象征的那样永不凋谢，而是彻底地凋谢了。

起起落落：2005 年 9 月至 2006 年 9 月 时间表

2005 年 9 月 由亨特领导的不凋花基金能源策略在飓风卡特里娜和丽塔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

袭击墨西哥湾沿岸后，为公司赚取了巨额利润。

2006 年 4 月 在 6 周的时间内，不凋花基金的能源账户挣了 12 亿美元。

2006 年 5 月 不凋花基金的能源账户大幅跳水，之前的收益损失殆尽。

2006 年 6 月 不凋花基金开始以降低风险为目标。

2006 年 7 月 天然气的价格出现了前所未有的下降，不凋花基金计划转变头寸。

2006 年 8 月 28 日 不凋花基金的计划正式启动，似乎非常成功。

2006 年 8 月 29 日 不凋花基金收到了一封神秘邮件，纽约商品交易所命令它在交易日的最后半小时离开交易市场，致使不凋花基金遭受了 5.5 亿美元的损失。

2006 年 9 月 天然气价格直线下降，最终导致不凋花基金损失了 60 多亿美元。

2006 年 9 月 22 日 马奥尼斯对投资者表示“遗憾”，并开始关闭不凋花基金。

亨特的人生

亨特出生在位于加拿大西部的卡里加尔，那里能源非常丰富。他的父亲以浇灌混凝土为生。而亨特一直梦想着到华尔街工作。对数字极为敏感的他考入了艾伯塔大学（University of Alberta），主修物理，1998 年从大学毕业后，他又获得了应用数学的硕士学位，其硕士毕业论文的主要研究方向是商品定价。他的学历足以让他在加拿大最大的石油管道公司横加公司（TransCanada）找到一份能源交易分析师的工作，分析如何从能源价格的波动中获益，也足以让他在华尔街找到工作。2001 年，他接受了德意志银行的工作邀请，在“9·11”事件之后和妻子抵达了纽约。

亨特和他的妻子都不喜欢纽约，而且他也不喜欢自己的工作。尽管他在德意志银行工作了几年，也为其赚取了几百万美元，但是由于他在天然气价格上下错了赌注，导致德意志银行在一周内就损失了几百万美元。于是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德意志银行拒绝给他颁发当年的奖金。他则第一次动用了美国的法律，将该银行告上了法庭。这也许只是他遇到的一个小麻烦，2007 年法庭做出了有利于德意志银行的判决。

2004 年，正在扩大能源交易业务的不凋花基金聘用了亨特，并答应让亨特搬回卡里加尔居住。

2006 年，不凋花基金倒闭后，亨特试图创立自己的对冲基金公司——索伦哥资本顾问公司（Solengo Capital Advisors），他筹集了 7 亿美元的资金，并雇用了 4 名曾在不凋花基金工作的员工。然而，索伦哥资本顾问公司还未开张就陷入了困境，它面临着一个又一个的司法和监管审查，尤其美国联邦能源监管委员会对这家公司的审查几乎耗尽了亨特所有的时间和精力，让他再也无力继续创办公司。而投资者们显然也很担心法律方面的问题，所以他们开始犹豫是否要给亨特提供之前许诺的资金。

总部位于波士顿的资产管理公司峰脊资本集团（Peak Ridge）购买了索伦哥公司的所有资产，并雇用亨特作为公司大宗商品波动基金（Commodity Volatility Fund）的顾问。2008 年第一季度，该基金获得了 49% 的回报，而同期其他基金都遭受了损失。截止到 2008 年 8 月，该基金已经上涨了 230%。

但是，亨特仍旧面临着许多法律问题。法院对他提起诉讼的理由有以下三点：

1. 美国参议院常设调查小组委员会认为，亨特在天然气市场上持有的巨额头寸导致消费者和企业在购买天然气时支付了过高的价格。

2. 美国联邦能源监管委员会控告亨特操纵市场，使得纽约商品交易所天然气期货合同的收盘价下降，从而使另一起交易中的空头受益，该委员会认为这就严重地损害了消费者的利益。

3. 美国商品期货交易委员会对亨特提起的控告和美国联邦能源监管委员会的十分类似，但它只是针对亨特危害了市场的完整性，而非损害了消费者的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

你可以列一份包含诸多不凋花基金投资失误原因的清单。

为不凋花基金服务的经纪人有 10 个，其中最主要的经纪人是摩根大通。摩根大通的目的是最大化地赚取利润，而陷入困境的客户的目的是生存下去，这两者间相互冲突。这就是为什么不凋花基金控告摩根大通最终追求的是更高的利润，而不满足于不凋花基金支付的经纪费用的原因。对冲基金本应该可以相信其最主要的经纪人，但是不凋花基金过于信任单一经纪人并赋予其如此大的权力，这的确是个错误。

这可能就是所谓的“尾巴摇狗”的情况吧。尽管马奥尼斯意识到了能源交易的尾部风险，但是尾部最终还是让整个基金崩溃了。

风格漂移可能也是导致基金崩溃的一个原因。本书第 8 章在讲述杰夫·格兰特（Geoff Grant）的和他的培洛顿合伙公司的故事时，将会对这一点进行阐述。该公司的主要经纪人提高了他们的抵押品的价格，迫使其破产，然后像摩根大通一样，他们卖出手中的头寸，在短期内获取了巨额利润。不凋花基金的多策略基金似乎最后只聚焦于其最主要甚至是最占优势的基金——能源交易基金上面。虽然其他策略仍然存在，但是回过头来想一想，我们就会清楚地发现，这些策略的功能都被阉割了，因此那些策略也就形同虚设了。

也许，依赖某一个人是错误的，即使是像亨特这样才华横溢的人。然而，一旦涉及金钱，也许就不存在才华横溢这码子事了。

还或者是天气方面的原因。

如果我不得不为马奥尼斯所犯的价值 60 亿美元的错误找出一个原因的话，那么这个原因就是风险管理。根据牛顿的万有引力定律，无论一个物体的重量为多少，它都会以同样的速度落地。投资也是一样，也会“落地”，高风险交易的落地速度似乎比普通交易的落地速度更快。

耶鲁大学讲师、帕洛玛合作者对冲基金前执行总监利昂·梅茨格（Leon M. Metzger）简洁地指出了问题所在。在不凋花基金遭遇 60 亿美元巨损的那一周，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他告诉《纽约时报》的记者："过高的回报表明这是一项风险很高的投资。"这样的投资"也会造成巨额的亏损。"这似乎是投资中最基本的事实，而且正如本书中所描述的一样，这一事实一次又一次地在投资者身上得到了验证。

的确，不凋花基金建立起了非常良好的风险管理部门。该部门的领导者是备受尊重的罗布·琼斯（Rob Jones），成员们都是技能和经验兼备的风险管理专家，而不凋花基金的风险管理团队也可能是最好的风险管理团队了。他们仔细地观察风险价值，并经常考虑那些其他团队可能不太关注的策略之间的相关性，每个月都将不凋花基金的风险控制在一定的水平之下，尤其是牢牢把控住亨特领导的能源交易的风险水平。

总之，不凋花基金的风险管理过程非常周密，管理团队也很卓越，管理组织井然有序，而且确实把风险管理工作做得很好，直到一切都变了。

风险管理有其内在的谬误。一方面，没有人能真正"管理"风险，你所做的一切无非是尽力衡量风险——衡量其大小并用数字表示出来。但是，你所衡量的只是过去已经存在的风险。当你根据过去存在的风险推断现在存在风险的概率时，根本就不能保证过去对未来有预测作用。准确地讲，这就是风险。

关于不凋花基金的风险方面，存在的其中一个问题是分配给能源交易的资产规模。本来不凋花基金是一项多策略基金。马奥尼斯坚持认为，将多样化的策略整合在一起可以获得单策略无法获得的协同效果。但集中进行能源交易的策略压倒了不凋花基金中所有其他的策略，从而破坏了它多样化的原则，使得风险逐渐提高，其原因仅仅在于不凋花基金将太多的鸡蛋放在能源这个篮子里了。

亨特通过抵消头寸的方式在这些"鸡蛋"上下赌注，他在当年冬天交付的天然气上做多头，在 2006 年秋季交付的天然气上做空头。这样做就会让交易者不可避免地面临着一些快速的市场变化。我们有理由问一句，不凋花基金准备好控制这些变化的措施了吗？如果准备好了，那么准备得是否充分呢？

我们也同样有理由问一句，亨特是如何控制杠杆水平的？因为杠杆无疑是任何对冲基金运营中所面临的最核心的风险。显然，当市场开始变得不利于不凋花基金时以及当它在不影响市场供应的情况下开始出售那些亏损的能源合同时，起初可接受的杠杆水平到这时就变得令人无法接受了。究竟不凋花基金缺乏怎样的调控才让公司陷入了如此脆弱的境地？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马奥尼斯不承认自己的疏忽和过失，但正是他在掌管公司，不凋花基金是他的孩子，他需要对其负责。

当然，你没必要将这些都告诉马奥尼斯。因为没有人比他更清楚不凋花基金的问题出在哪里以及谁应该为此承担最终的责任了。2008年底，他在格林威治创立了一家新的基金公司——威特信基金管理公司（Verition Fund Management LLC）。他将俄罗斯的谚语“信任但要核实”作为管控风险管理部门的箴言。这句话也深受美国前总统罗纳德·里根的推崇。为了将其付诸实践，马奥尼斯设计了一个将内部审查和外部审查结合起来的风险管理流程，而其风险管理团队中的成员不仅需要证明自己在交易时十分机敏且拥有交易方面的经验，还需要证明自己具备量化分析的技能。换句话说，你必须“经历过，而且做过”，并且还要有风险管理方面的学历证明。

随后，马奥尼斯为这一流程又加入了一些实际可行的措施，他邀请公司外部的风险管理经理进入公司的董事会。这一举动提高了风险管理的要求，因为它使风险管理部门和操作部门保持一定的距离。作为一个独立董事，外部风险管理经理只需要回答其他独立董事提出的问题，而不需要回答首席执行官的问题。此外，他还需要就自己作出的判断对投资者负责。让外部风险管理经理作为一个独立的董事会成员直接对投资者负责，这是一种对冲风险的正确方式。马奥尼斯很清楚地意识到了这一点，并因此而备受称赞。他相信，从失败的阴影中走出来能让他在这一领域中做得更好。许多投资者为了证明他们对马奥尼斯有信心，纷纷为威特信基金管理公司提供资金。

马奥尼斯并没有改变他对整合基础设施持有的信念——整合每一个包含寻求阿尔法的基础设施。在不凋花基金，这种方式是有效的，至少在某一段时间内是有效的。这一次，马奥尼斯了解了整合基础设施的难度，也了解了如果不整合，基础设施就将会破败。

投资启示

- **理解风险。**马奥尼斯是一个非常成功且睿智的交易员，围绕在他身边的也同样是一群聪明且极具天赋的人。如果连他都不能完全理解“尾部风险”的话，那么普通投资者在进行深奥难懂的或本来就存在一定风险的投资时，尤其是处理杠杆投资时，也就几乎不可能理解这一风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **将大宗商品市场留给专业投资者。**大宗商品市场是专家的堡垒，而不是普通投资者的市场。它们不是像股票市场这样的“实物”市场，普通投资者参与这个市场的唯一方式就是通过期货合约这样的杠杆工具。但很显然，这种杠杆工具会提高风险水平。

- **对冲大宗商品的风险的做法是不完美的。**亨特来自加拿大的卡里加尔，能源是那里的主要产业。他在能源交易上遭遇重大损失之前，从事能源交易长达 12 年之久。然而，尽管他有这样的背景，接受过能源交易方面的培训并且具有此方面的远见，但是他仍然无法成功地通过对冲来降低投资风险。

- **了解你的经纪人。**确保你了解自己的经纪人为你服务的目的和动机所在。不凋花基金控告摩根大通从其困境中获益，也就是说摩根大通从不凋花基金亏损中获得的利益要比从其成功中获得的利益更高。① 对于单个投资者而言，这也是一个令人担心的问题——声名狼藉的经纪人让你不停地进行交易以从中获利，这就是所谓的“搅拌”，因为他们的收入来源于交易活动产生的佣金，而非你的买入并持有策略。

- **审查可信度。**询问你的经纪人或基金经理的投资记录。问一下他们所犯的最严重的错误是什么，而他们又采取了哪些措施以确保自己不再犯这样的错误？现在，马奥尼斯变成了一个更好的投资者，因为他从自己的错误中总结了经验教训。例如，以后他不会再购买天然气了，除非是为了供家人取暖所用。而其他投资者就没有这么明智了。约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）的长期资本管理公司（Long Term Capital Management）倒闭，造成了几十亿美元的亏损，而且几乎引起了全球债券市场的下滑。后来，梅里韦瑟又创立了另外一家基金公司 JWM，却再次因为追求同样的战略而损失了几十亿美元。投机教父维克多·尼德霍夫（Victor Niederhoffer）第一次经营对冲基金公司就破产了，这是因为他对银行股下错了赌注，然而，当他再次经营对冲基金时，他却又一次因为对银行股下错了赌注而破产。可见，梅里韦瑟和尼德霍夫都在同一个地方跌倒了两次。

---

① 本书作者对不凋花基金诉摩根大通一案不持任何立场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **把错误当成学习工具。**不要和一位声称从来没有犯过错的基金经理或经纪人一起投资。第一，他们说自己没有犯过错很有可能是假的；第二，即使他们确实没有犯过错，但你应该也不想成为他们第一次犯错的参与者或受害者，而他们肯定会犯一次错。成功的专业投资者会告诉你，他从错误中学到的东西要远比自己从成功中学到的东西多。错误的大小是次要的，并不一定要置他们的公司于破产之地，但是从错误中能学到东西才是最重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 忠告 6 |

新兴市场可能血本无归

欧米加顾问公司创始人 利昂·库珀曼

有这样两个事实塑造了本章将要讲述的故事及其提供的经验教训。其中一个事实，你可以在任何投资说明书、共同基金的广告以及银行的免责声明中找到，那就是：投资有风险，投资回报会波动以及投资可能会使你遭受损失。

另一个事实可以用华尔街上流传的一句格言来概括，那就是如果说投资有风险的话，那么投资于新兴市场的风险更高，而这已经是老生常谈了。

的确，我们应该理智地接受这些事实。毕竟，投资的本性很显然是假设。也就是说，投资的结果取决于在投资之前所做的假设是否得到了证实。当投资假设是基于新的投资领域或者那些从来没有进行过投资的个人或机构时——就像投资于新兴市场一样，那么证实这些假设就会变得更加困难。

事实上，我们的理智要求自己接受这些事实是一码事，但是当我们真正遭受亏损时，便是另外一码事了。然而，我们肯定会遭受亏损。也许某一天某一时刻，你会以某种方式在某项投资上亏钱。普通投资者会遭遇这样的事情，专业投资者也会。一个可怕的事实就是，投资新兴市场遭受损失的概率比坚守一个更熟悉、更成熟、更开放以及更容易进入的市场遭受损失的概率要大得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业投资者很清楚这一点。这就是为什么当他们投资新兴市场或者稍微有点起色的市场时会采取更多的预防措施，进行更全面的尽职调查以及表现得更加谨小慎微的原因。

有时候，即使你在投资之前采取了很多预防措施，做了非常全面的尽职调查，事先进行了周密的筹划，投资损失照样会落到你的头上，使你不得不承受惨重的代价。

这种事情也发生在最专业的投资者、欧米加顾问公司（Omega Advisors）创始人利昂·库珀曼（Leon Cooperman）的身上。库珀曼是世界上最诚实、最博学、最慎重以及最精明的投资者之一。令人伤心的是，他遭遇损失的原因是自己曾经非常信任的一名员工欺骗了他。库珀曼深陷贪婪的笼子里，他认为自己 40 年来辉煌的业绩记录和一生诚实的好名声就这样被他的员工破坏了。新兴市场可以为投资者带来丰厚的回报，但是却非常不透明，而且有可能会欺骗投资者，所以说这是一个危险的投资之地。有时候，欺骗者能从中获益，真正的投资者反而不能有所收获。

我们可以避免被骗吗？如果可以的话，那么在遭遇损失之前不揭发这种欺骗行为很显然就是个错误。另外，被诱入欺骗的罗网是不可避免的吗？遭遇损失是否只是个意外事件？尽管这种想法具有合理性，然而却无济于事。

华尔街的教授

高盛集团之所以能在那些年享有支配金融世界的地位，其关键的一点在于它拥有像库珀曼这样的人才。他在高盛集团的投资研究部门工作了 25 年之久，还曾当过资产管理部的主席。《机构投资者》杂志（*Institutional Investor*）被誉为投资银行出版的《圣经》，在该杂志组织的“全美研究团队”（All-America Research Team）的评选中，库珀曼连续 9 年被评为“最佳资产组合战略家”。华尔街人都认为他值得享有这种非凡的赞誉。也就是说，人们赞同他的研究成果是高盛集团成就非凡业绩的关键因素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库珀曼和他的很多同事以及其指导的年轻一代不同，他的出身很平凡。他出生于纽约市的布朗克斯区（Bronx），并在那里长大，他的父亲是一名水管工人。他本科就读于纽约市立大学亨特学院（Hunter College），毕业后成了施乐公司（Xerox）的一名质量控制工程师。对于年轻的库珀曼来说，这份工作似乎难以令他感到满足，于是他又到哥伦比亚大学商学院进修。24 岁时，库珀曼在高盛集团的投资研究部门找到了一份工作，之后的 25 年间，他一直没有离开过这家公司，在那里他缔造了一段属于自己的传奇，也赢得了巨额财富。

1991 年，库珀曼离开高盛集团开始打拼自己的事业，他利用 4.5 亿美元创建了欧米加顾问公司。1996 年，库珀曼向《财富》杂志描述了该基金公司的核心战略："欧米加是一家以价值为导向、以研究为驱动力的公司，我们购买价值被低估的股票，卖空价值被高估的股票，并参与选定的海外债务及股权市场的交易。这也许不是一个令人兴奋的好方法，但却很有效。"从很大程度上来讲，这一方法确实有效。当年，该公司基金的价值上升了大约 27%，而且在之后的那些年里，公司基金每年的上涨幅度都与此相当。虽然欧米加顾问公司本质上经营的是价值投资型基金，但是它的创始人却将其塑造得具有积极、坦率的本质。

1999 年，刚刚从高盛集团退休的史蒂夫·艾因霍恩（Steve Einhorn）加入了欧米加顾问公司，成了该公司的副主席，使得公司高层拥有了两位卓越的领导者。艾因霍恩起初是由库珀曼招入高盛集团的，并一直担任全球投资研究部（Global Research Team）主任，而且连续 16 年得到了"全美研究团队"的提名。

令人感到遗憾的是，艾因霍恩错过了欧米加顾问公司最富有挑战性的那几年。1998 年，美国长期资本管理公司的崩溃引发了市场动荡。这是一家对冲基金公司，它拥有大量的债券头寸，因此当其战略失败威胁到了全球市场的稳定时，美国政府就不得不对其进行紧急救助。同年，欧米加顾问公司持有的俄罗斯债券违约，这加速了它从新兴市场撤出的步伐。3 年后的 2002 年，该公司基金的价值损失了 11%，这是非常罕见的现象。但是，总体而言，在两代传奇投资天才的领导之下，欧米加顾问公司取得了辉煌的成就：2008 年全球金融危机爆发之前，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理的资产价值高达60亿美元。尽管金融危机将欧米加顾问公司等许多基金公司的资产削减了一半，但是它仍然具有重建的坚实基础。而这也是库珀曼所擅长的事情。

库珀曼率直而又固执己见，他往往通过仔细的分析和精确的逻辑得出自己的观点。他也有点反复无常，其脾气更像布朗克斯人，而非高盛人。另外，库珀曼还是一位具有高度责任感的企业家。他有点胖，有时会戴眼镜，头发很稀疏，从不允许自己的亿万财富超过他自身的价值。作为一个对冲基金精英，他从不炫耀自己的财富或地位。他住在新泽西州的一个小镇上，在那里他本可以经常进行炫耀性消费，但他和妻子与小镇上的其他居民一样，住在普通的房子里养育着自己的子女。而他们眼尖的邻居可能会注意到，库珀曼夫妇曾捐赠了大笔财富给附近小镇上的犹太人社区中心（Jewish Community Center），而坐在圣巴拿巴医疗中心（Saint Barnabas Medical Center）等候室里焦急等候其家人进行手术的人们可能会从在墙上贴的画像发现这间等候室的捐赠人是库珀曼。但是，极少有人知道，他是以下这些机构的董事会成员：新泽西表演艺术中心（New Jersey Performing Arts Center）、美国克罗恩病和结肠炎基金会（Grohn's and Colitis Foundation of America）、戴蒙·鲁尼恩癌症研究基金会（Damon Runyon Cancer Research Foundation）以及他的母校哥伦比亚大学商学院。另外，他也是圣巴拿巴医疗中心基金会（Saint Barnabas Medical Center Foundation）的主席，他还经常为新泽西州最古老且最大的非营利性医院提供慈善资助。然而，库珀曼不是那种在事业生涯中的每一步都要留下自己的名字的人。尽管从他的出生地南布朗克斯到现在的居住地新泽西州的肖特山（Short Hills）的距离并不远——不足64公里，但是这段人生旅程记录了库珀曼取得的非凡成就和获得的无数荣誉。而重要的是，库珀曼是靠自己的力量走过这一路的。

几千里之外，有另一个人也是靠自己的力量正在走着自己的人生旅程，但他运用的方式和库珀曼的完全不同。然而，最终这两个人的生命有了交集，他们一个是华尔街上的专业投资者，另一个则是一个似乎能将从社会底层中爬上来的百万富翁杰·盖茨比和著名演员伍迪·艾伦的滑稽表演结合起来的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布拉格海盗

无论维克托·科泽尼（Viktor Kozeny）出售什么东西，他都能让人们感觉到自己非常需要这种东西。科泽尼出生在捷克，现在成了爱尔兰公民，居住在巴哈马，至今捷克和美国都在通缉他，权威杂志《财富》称他为“布拉格海盗”。大家都认为，他非常适合这一绰号。他就像是一个虚张声势的海盗，但是私底下你却会情不自禁地为他提供赞助，尽管你知道他不会把你的利益放在心上，而只是想盗窃你的财富。作为一个天生的倡导者，大多数时候，他几乎能在这个星球上的任何一个地方用任何一种语言来极富魅力地欺骗他人。

19 岁时，科泽尼得到了美国的一位物理学教授的青睐。这位教授让他进入大学学习，并说服了一位同事让科泽尼住在其家里。而科泽尼却和这位教授的同事的妻子私奔了。两年后，那个女人离开了科泽尼，但在此之前科泽尼让她为自己接下来在哈佛大学接受教育提供资金支持。后来，科泽尼离开坎布里奇去了伦敦，在著名的投资银行弗莱明斯（Flemmings）找到了一份工作。但是不久后，他就被炒了鱿鱼，原因是他没有认真工作，而是经常不停地打电话。他解释说，那是“在做交易”。值得注意的是，在科泽尼人生的每一站中，他都握有某位教授或校长的热情洋溢的推荐信，即使在他们不得不送走他的情况下。

1990 年，科泽尼和新婚妻子回到了捷克斯洛伐克，然而不久他就抛弃了她，也抛弃了他们的孩子，在家乡找到了一份业务顾问的工作。当时，捷克前总统瓦茨拉夫·哈维尔（Vaclav Havel）刚刚领导了“天鹅绒革命”，迫切地想将国有企业私有化。而为了推动私有化的进程，每个捷克公民都有机会购买投资券，然后用投资券去购买新生的私有化公司的股票。尽管每张投资券仅价值 35 美元，但是人们购买的速度仍然很慢。毕竟，这些刚刚“资本主义化”的公民对市场经济的操作方式完全不熟悉，而且他们也不知道在这个时候购买股票可以获得丰厚的利益。

科泽尼趁机进入了这一领域。他创办了一项封闭式共同基金，并将其命名为“哈佛基金”（Harvard Funds），这是以他的母校哈佛大学命名的，而他无疑是想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过这一令人尊崇的名称获利。接下来，科泽尼开始积极地为他的基金打起了广告，尽管捷克人在过去 70 多年来从来没有经历过这种事情，但是科泽尼的这一方法却很奏效，他说服了将近 100 万捷克人将投资券作为一种投资工具交到他的手上，一年之后，如果他们想将投资券兑现，那么科泽尼就将支付他们 10 倍的价钱。不久之后，科泽尼控制了布拉格股票市场 15% 左右的份额，当他拿这些投资券去换取捷克的一些极具影响力的公司的股票时，他大赚了一笔—— 通过 7% 的管理费用以及 1% 的经纪人佣金，他获得了上亿美元的利润，最后哈佛基金的价值上涨至 10 亿美元。随后，他在俄罗斯和乌克兰进行投资，使得哈佛基金的价值继续上涨。一年之后，科泽尼实现了自己的承诺，让那些希望将投资券兑现的捷克人也大赚了一笔。然而，自哈佛基金崩溃之后，那些在当年没有将投资券兑现的人则一无所获。

科泽尼对哈佛基金的崩溃丝毫没有准备。在这之前，他已经离开了捷克。他的巨额财富不仅让他成为名人，还激发了捷克政府的好奇心。新闻记者开始调查科泽尼的巨额财富的来源以及他所持有的股票。当捷克的一名前秘密警察因为掌握国家机密信息以及一些官员的丑闻而被捕之后，警钟敲得更响了。捷克政府宣称科泽尼买了一些会给捷克社会造成危害的消息，于是要对他进行调查。科泽尼却声称，他自己也是敲诈计划的受害者，令人怀疑的是，谁会重视科泽尼的话？而不管人们是否重视他说的话，科泽尼都开始感到自己的名望已经在下降了。

捷克政府对投机这一资本主义社会最显著的特征的管控速度非常缓慢，尽管其将科泽尼列入了通缉名单，但为时已晚。实际上，捷克政府还要继续追捕科泽尼好几年。的确，科泽尼曾经有几次被抓到了，但是每次对他采取的“惩罚”都较为温和。有一次，科泽尼利用哈佛基金的资产而非通过管理这一基金赚取的大笔费用来支付广告费用，这严重违反了捷克的法律。那么他最终被处以多少罚金呢？归还 680 万美元的款项并处以 3.7 万美元的罚款，这是捷克法律规定的最高判罚。但是，相对于科泽尼在捷克赚取的巨额财富而言，这只是九牛一毛。

与此同时，科泽尼出逃了，他变成了爱尔兰公民，居住在巴哈马的莱福德岛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Lyford Cay），这里是富人的避税天堂，而且巴哈马这个岛国也极其厌恶引渡。在这一“避难所”里，科泽尼自由地享受着他的财富，并计划着下一轮金融攻击。

巴哈马是一个传奇之地，在某种程度上，这里是臭名昭著的海盗基地，但是它也是全球金融巨头、亿万富翁以及那些“一切向钱看”的人的天堂。科泽尼和这些人之间成功地建立了紧密的联系。他首先接触了迈克尔·丁曼（Michael Dingman）。丁曼比科泽尼年长二十多岁，两人都是“企业家”。丁曼曾经是福特汽车公司和时代集团（Time）的董事会成员，以挽救濒临破产的公司并在可以获得丰厚利润的情况下将其卖出而闻名。他在美国进行的最后一笔交易以收获了亨利集团（Henley Group）大量首次公开发行的股票而告终。但是，亨利集团的首次公开募股招致了一系列的股东诉讼案，那些股东控告亨利集团从来没有盈利，还控告丁曼以牺牲其他人的利益为代价中饱私囊。人身攻击和法律纠纷让丁曼非常愤怒，一气之下他放弃了自己的美国公民身份，来到了巴哈马这个在他眼中更为友好的国家。

在莱福德岛，科泽尼和丁曼这两个自我流放者拥有充足的时间和空间来制定重建捷克产业的计划。他们都相信，起初他们需要对东欧进行大量投资。而他们的努力不仅获得了丰厚的回报，也得到了金融媒体以及那些对新兴市场感兴趣的人的好评。丁曼宣称他在这项计划中投入了 1.4 亿美元。但事实上，使得该业务开展起来的并非丁曼的钱。除了在亨利集团遭遇失败之外，丁曼是一位受人尊敬的商人，他的参与让这一项目变得非常可信。捷克人期待丁曼将美国的管理团队带到捷克来。而科泽尼则将利用他精通的知识来监督项目的进展，而且也会贡献哈佛基金中的一部分资金。

在计划被执行后不久，科泽尼宣布哈佛基金不再是一个投资工具了，它已经转型成了产业基金。接下来，科泽尼开始出售哈佛基金中的一些资产，并强化他在其他基金上的利益。在某些情况下，他将哈佛基金的资产以低于市场的价格卖给了自己和丁曼，以使得他们能从中赚取巨额利益。他们也购买和哈佛基金毫无利益关联的公司的股票，并且在股价上升以及他们获利后将其卖出。这样一来，哈佛基金所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的公司的股票价格就开始下降，那些投资者也纷纷自寻出路。

这种做法基本上是合法的。因为这里不是美国。在美国，如果所有者权益超过 5% 的上限就需要被公开披露，但是在捷克，证券业的监管尚处在胚胎期，科泽尼和丁曼的所有者权益不需要被公开。

随后，科泽尼和丁曼迎来了这一内部游戏的最后一环。新建立起来的哈佛产业基金被他们自己联合控股的公司特普里斯联合公司（Sklo Union Teplice）所并购。接下来，这家公司又被丁曼所拥有的一家总部位于塞浦路斯的达文垂公司（Daventree, Ltd）所并购。如果说处于胚胎期的捷克其证券监管非常模糊的话，那么与塞浦路斯的不透明的运营环境相比，它就显得像观景玻璃那般透明了。在塞浦路斯，任何东西都不需要公开。由于科泽尼和丁曼不需要向任何机构提交任何金融报告，也不需要提交任何形式的文件材料，捷克人就倒霉了，他们无法知道公司的所有者究竟是谁。重建捷克产业的这一宏伟计划就这样迷失在布拉格和塞浦路斯首都尼科西亚之间的某个地方了。

科泽尼和丁曼的冒险行为让其他投资者开始重新思考投资东欧的想法。由于一个住在巴哈马的美国税收流亡者以及他的邻居—— 一个出生在捷克但是刚刚获得爱尔兰国藉的人，捷克的经济复苏暂停了。而即使是这两个受过良好教育且拥有投资新兴市场的丰富经验的人也遭受了巨大的损失。结果就是投资东欧市场的风险 - 回报等式需要被重新定义了。而要想让外部资本重新流入捷克共和国境内，可能还需要一段时间。

科泽尼 - 丁曼联盟也随之土崩瓦解了。丁曼认为，在这样的环境下做生意太难了，科泽尼则认为是时候离开这里了。尽管他们两人之间究竟发生了什么我们很难知道，但是他们都被告上了法庭。在那次审判中，科泽尼没有出席。巴哈马人非常有礼貌，他们不愿意赶走这位富翁。而科泽尼正忙于谱写他想象中的人生史诗小说的第 2 章。

在接下来的故事中，越来越富有的科泽尼开始了一段奢华的全球投资之旅，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让杰·盖茨比相形见绌。从伦敦到莱福德岛再到阿斯彭，他不断地参加挥霍无度的社交聚会，而且每次都是由他来买单。包括酒水费用在内，他每一次都要花费 2 万美元左右，这比捷克一个工人一年的收入还要多。在阿斯彭，他在高房价区买了一座豪宅，其价格打破了当地的纪录。他的邻居是弗雷德里克·“里克”·伯克（Frederic “Rick” Bourke）——奢侈手提包业巨头东尼伯克公司（Dooney & Bourke）的接班人。伯克被年轻的科泽尼吸引住了，极为兴奋地坐上科泽尼的私人飞机和他一起环游世界，去寻找被他称为“回报非常可观”的投资机会。结果，他们发现，科泽尼所说的这个投资机会位于里海西部海岸的阿塞拜疆。

石油当然是科泽尼和伯克在阿塞拜疆的最佳投资目标。据说，阿塞拜疆未开采的石油储量非常丰富，这些位于里海底部的石油亟待开采。然而，科泽尼却认为，该国的私有化证券的投资价值比石油更高，那是因为在未来他可以利用这些私有化证券来购买巨型国家石油公司—— 阿塞拜疆国家石油公司（SOCAR）。阿塞拜疆的法律规定，外国人也可以购买私有化证券，条件是他们同时要从阿塞拜疆政府购买相应数量的期权。科泽尼的目标是控制阿塞拜疆国家石油公司，他想要通过私有化证券这一工具来压低购买价格，然后通过公开上市的方式再将这家公司以几十亿美元的价格卖出去。“又一个睡美人出现了，”他这样描述阿塞拜疆，肆无忌惮地参考自己之前在捷克参与私有化的经历，计划着要拼命地摇醒这个“睡美人”。

科泽尼派人带着成箱的钱去购买阿塞拜疆的首都巴库街上的私有化证券。然后，他回到阿斯彭，继续开起了奢华的派对，在派对上，他不停地谈论着“这个伟大的机会”，并许诺如果将阿塞拜疆国家石油公司转手卖出去之后，将会给投资者“20 倍、50 倍乃至 100 倍”的回报。伯克买入了，其他买入者还有：佛罗里达州理财经理阿伦·弗莱克（Aaron Fleck），克林顿夫妇的密友、波士顿房地产开发商理查德·弗里德曼（Richard Friedman），以及曾任美国参议院多数党领袖的乔治·米切尔（George Mitchell）这位受到世界尊重的北爱尔兰和平谈判主席，等等。得到了这么多高级名流的投资后，科泽尼进一步前往华尔街寻找机构投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备受尊重以及拥有广泛社会关系的弗莱克为科泽尼提供了信誉支持，助他找到了更多的投资者，也为他开启了重重大门，其中就有库珀曼的欧米加顾问公司，库珀曼让科泽尼与公司的合伙人，也是公司的新兴市场投资监管人克莱顿·刘易斯（Clayton Lewis）取得了联系。

普林斯顿王子

从某种意义上来说，在这个故事中，刘易斯的名声最坏，这不仅因为他公开承认自己是重罪犯，还因为人们对他所知甚少。他一直游荡在法律边缘，法院也一直没有宣布对他的判决，直到他提供了不利于科泽尼的证词，而后者则一直在与引渡做斗争。刘易斯看上去是一个没有未来的人。他生于西雅图，曾经是一名极限运动员，驾驶一辆经过改装的保时捷 911 参加赛车比赛，不过他几乎没有胜出过，而他在华尔街上也没有什么好名声。“他有点秃顶，而且非常傲慢。”有位观察员说，但是他从未想到刘易斯会是个骗子。

对于刘易斯的现状，人们并不清楚。在撰写本书时，他的行踪没人知道。据说他在夏威夷，但那只是谣言。也许他身处一个“边缘之地”，那么他很有可能会一直待在那里，直到他完成了作为美国政府证人的工作。检察官们对刘易斯是否会被审判不感兴趣，他们唯恐他在陪审团眼中变得更加污秽不堪，就好像承认自己的重罪丝毫没有对他形成有效的约束一样。因为除了最新的犯罪记录之外，他是证实科泽尼犯罪事实的最佳证人。

科泽尼的罪行和他自身的魅力一样非常炫人眼目，刘易斯则不同。与科泽尼相比，他只是一个普通的骗子，他欺骗那些信任他的人，正是贪婪指使他去这样做的。然而，不幸的是，在这一过程中他将许多人拖下了水。

刘易斯从普林斯顿大学毕业后在高盛集团找了一份工作，对任何对投资银行感兴趣的人来说，这都是一份不错的工作。他在那里工作了 10 年，随后愤怒地离开了。因为当时高盛集团的业绩不太好，导致分配给包括刘易斯在内的所有员工的红利都下降了。在前往雷曼兄弟公司的路上，刘易斯遇见了库珀曼的一个朋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

友，这个人推荐他到库珀曼的欧米加顾问公司工作。库珀曼如期和刘易斯见了面，他发现刘易斯非常聪明，而且很渴望获得这份工作。于是，他们达成协议：尽管刘易斯的起薪不高，但是以后他将有权获得自己所赚取的利润的一部分。他们两人签署了这份协议。于是，刘易斯就于 1995 年加入了欧米加顾问公司。

起初，库珀曼对刘易斯的表现非常满意。刘易斯擅长投资新兴市场，并且帮助欧米加顾问公司开展这部分业务，他很快就成了公司的明星人物。在 3 年的时间里，刘易斯为公司赚取了约 5 亿美元的利润，自己也获得了 3 000 万美元的报酬。因此，1998 年 2 月，当刘易斯找库珀曼商谈“史上最好的投资项目”时，库珀曼非常乐意倾听他的想法。

刘易斯谈到的项目就是科泽尼的阿塞拜疆投资项目。刘易斯告诉库珀曼，他亲自到了阿塞拜疆两次，而且还拜见了该国总理。他说自己和世界银行交换了意见，世界银行让他确信这项投资是一个极好的机会。他还告诉库珀曼，如果投资这个项目的话，他们在石油价格飙升至 6 美元或更高时就可以用几美分的价格买到石油。但是，因为这是科泽尼的私人投资项目，也就是说，没有进行公开交易的证券市场，所以这项投资本身并不是一项交易。于是，刘易斯说，这项投资超过了自己的投资权利范围，要求库珀曼和公司的投资委员会对其进行审查。

这是欧米加顾问公司的标准做法。在公司内，高级投资专家拥有进行创造性投资的广泛权利以及可以支配一定金额的投资权利。例如，刘易斯可以支配的金额大约为 1.5 亿美元。换句话说，他可以在这一金额范围以内进行任何投资，或者投资任何自己喜欢的项目，而不需要经过任何人的批准。但是，至于金额在 1.5 亿美元以上的投资项目以及私人投资项目则必须要经过耗时耗力的尽职调查，而且在投资委员会完成内容全面的文件材料之前还要通过听证会的审核。

刘易斯如期地在公司的 9 名投资委员面前做了演说，当然库珀曼也在其中。刘易斯说，因为新兴国家的投资风险明显要高于发达国家，所以为了吸引资本，投资这些国家就能够获得远高于平均水平的利润率。投资委员会想确切地知道他们可以获得多少回报，于是问了刘易斯很多问题，其中包括投资条款方面的问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及有关科泽尼的问题。刘易斯向他们保证，虽然科泽尼雄心勃勃，他的生活也过于丰富多彩，但是他从未做过非法的事。刘易斯说服他们相信这项投资是真实的，而科泽尼有能力让一切都进展得很顺利。随后，法院诉讼会让投资委员会的9名委员看清：刘易斯和科泽尼其实早就达成了协议，在这份协议中，有一条条款表明刘易斯将获得科泽尼所获利润总额的40%。也许刘易斯在给投资委员会的委员做报告时，这份协议就放在他的裤兜里呢。

当然，投资委员会的委员们都知道，如果欧米加顾问公司投资阿塞拜疆的这个项目，那么刘易斯有可能获得100倍的回报。就像是手中持有4个“A”的扑克牌玩家一样，刘易斯手中的牌即便不能确保他会赢，但他输牌的可能性也非常小。他用公司的钱下赌注，实际却是在中饱私囊。如果这项投资无利可图，那么刘易斯同样也不会遭受太大的影响，因为他持有的公司基金的份额非常小。但是，如果这项投资有利可图，即便刘易斯仅收获了科泽尼承诺给他的回报的一小部分，那么他也能从中大赚一笔，因为他的薪酬来源于自己所赚取的利润的一部分。无论如论，刘易斯已经准备好大赌一把了。他有一只获得了公司律师批准的独立基金。他想从这只基金中抽取15%的资金来投资阿塞拜疆的私有化证券。此外，科泽尼曾经给了他价值2 000万美元的私有化证券和期权，刘易斯直接将它们卖给了欧米加顾问公司的两个投资者—— 一所大学和一个在《财富》杂志上排名前十的公司，他的这一行为没有得到任何人的批准，因为没有任何人知道。

尽管刘易斯没有得到他所要求的一切，但是他说服了投资委员会。他想从欧米加顾问公司基金中抽取3%用于投资阿塞拜疆的项目，然而这一要求遭到了库珀曼的反对，库珀曼不同意将这么大的一笔资金投资到新兴国家的一个非流动性项目上。此外，库珀曼要求欧米加顾问公司和科泽尼之间彻底分离，并拟了一份严密的合同让科泽尼签署。合同规定，在欧米加顾问公司获得目标回报率之前，科泽尼不能获得任何利润；他不得将自己的私有化证券和期权存货卖给欧米加顾问公司；欧米加顾问公司将会支付私有化证券和期权的成本费用，但仅支付成本费用；私有化证券和期权都必须被保管在一个独立且安全的地方。科泽尼将它们放在尖塔集团（Minaret Group）这一坚固的“堡垒”中，而尖塔集团是他创立的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家西式投资银行，位于阿塞拜疆的首都巴库最昂贵的一座楼中。"堡垒"中的私有化证券不断增多，期权的数量却仅有 20 项，而且也被尖塔集团持有。期权对投资者而言至关重要，因为外国投资者必须购买期权才能购买私有化证券。除了以上条款之外，合同还要求科泽尼确认他熟知《反海外腐败法》(Foreign Corrupt Practices Act) 中的规定，而这一法案专门针对透明度以及贿赂外国官员问题。在科泽尼签署了这份合同后，欧米加顾问公司的投资委员会也批准了这项投资。

库珀曼反复地告诉他的一个朋友说，他期望能从这一项目中获得 10 倍的回报。这并非一个不合理的期望，除非交易无果而终或者事实并不是他们所认为的那样。

一切都是幌子

1998 年，一切都准备就绪了。为了加快购买阿塞拜疆国家石油公司的进程，欧米加顾问公司成立了两个顾问小组，库珀曼、刘易斯、伯克、弗莱克以及米切尔等都是小组成员。说客开始游说阿塞拜疆政府制定有利于外国人对阿塞拜疆国家石油公司进行私有化的政策。科泽尼则不断地向投资者保证，阿塞拜疆国家石油公司的私有化是要按部就班进行的，那就是说，只有当与阿塞拜疆的建设有关的每一个需要同意的人都同意了，该公司才可以进行私有化，尤其是阿塞拜疆权力至高无上的总统盖达尔·阿利耶夫 (Heydar Aliyev)。如果没有他的批准，那么阿塞拜疆的一切都不会有任何进展，一切都不会！

1998 年 2 月，刘易斯到达阿塞拜疆并发回了一条机密消息，说那里的投资项目进展得非常顺利，阿塞拜疆国家石油公司的私有化将有可能在 10 月份阿塞拜疆进行总统选举之前完成，而且一定会得到总统阿利耶夫的批准。

10 月份已经过完了，这家公司的私有化却并没有开始。科泽尼告诉投资者们，一切要等到总统大选结束之后才进行。然而，总统大选已经结束了，该公司的私有化还是没有开始。接下来，1998 年一年都过去了，该公司的私有化仍然没有开始。投资者们逐渐变得有点不安了，随后他们越来越不安。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在欧米加顾问公司这边，此时也不见了刘易斯的踪影。8 月，库珀曼炒了他的鱿鱼，因为他在俄罗斯的投资项目中违反了公司的风险限制规定，造成了大约 5 亿美元的亏损，相当于前 3 年他为欧米加顾问公司赚取的所有利润之和。他走后给欧米加顾问公司留下的是公司从科泽尼手中买来的私有化证券，而库珀曼决定重新评估一下这些私有化证券的价值。毕竟，欧米加顾问公司可以从其管理的资产中挣得 1% 的费用，他想确定一下自己的确在创造私有化证券的价值，这样就不至于收取将资产托付给欧米加顾问公司的投资者过多的费用。他派遣公司内部的律师埃里克·文森特（Eric Vincent）前往阿塞拜疆查明尖塔集团手中的私有化证券和期权数量，因此文森特的职责实际上是对这项投资及其价值进行实地调查。

在阿塞拜疆，文森特参加了很多会议，其中一次和阿塞拜疆国有资产管理委员会（State Property Commission）主席一起开的一个会议让他得知了有关这一投资项目的一些信息。该委员会正是负责私有化进程以及私有化证券项目的。在散会时，按照惯例，会议给文森特提供了一些资料，他也按照惯例将这些资料都塞进了自己的公文包里。直到坐上返程飞机时，他才拿出这些资料来读，接下来他开始明白了阿塞拜疆的私有化项目的所有事实。

文森特了解到的事实令他非常震惊。资料很清楚地显示，1997 年，也就是在欧米加顾问公司投资这项交易之前，阿塞拜疆国家石油公司的私有化证券的发行就结束了。因此，欧米加顾问公司手中的期权又从何而来呢？它们肯定是来自于科泽尼，如果真是这样的话，那么这就直接违反了欧米加顾问公司要求科泽尼签署的合同——合同中明确规定，科泽尼不得将自己的私有化证券或期权转移给欧米加顾问公司。

当文森特坐在距离地面 1 万多米高空的飞机上阅读这些材料时，令他更加不安的是期权的价格。1997 年，阿塞拜疆政府规定的期权价格为 25 美分，而非刘易斯给库珀曼报出的 25 美元。当文森特将这些证据呈现给库珀曼时，事情突然变得很清楚了：科泽尼以 25 美分每股的价格买入期权，然后转手以 25 美元每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格将其倒卖给了库珀曼，通过这笔交易，他从库珀曼那里轻而易举地得到了9 000万美元的利润。在库珀曼看来，这一数额非常巨大，他认为自己遭到了科泽尼的掠夺！在意识到这一切后，库珀曼突然大发雷霆，他开始用拳头拼命地捶打墙壁，办公室的墙丝毫不能阻挡他的愤怒，他简直就像疯了一样。

库珀曼不停地给科泽尼打电话，但都没有人接听。最终科泽尼回了一个电话，说他没有时间和库珀曼通话。（之后，科泽尼说，25美元每股的卖出价和25美分每股的买入价之间的差额是为了贿赂之用，而刘易斯先是否认贿赂一事，后又承认他对这其中发生的事情一直都很清楚。）

随后，库珀曼自己出资雇用了一个大型法律公司，调查欧米加顾问公司的每一名员工对这一在阿塞拜疆的投资项目的了解程度。这项调查耗费了总计50多万美元的巨额资金。调查结果表明，刘易斯是单独作案。鉴于这一结果，库珀曼可能会认为自己花这么多钱是值得的。库珀曼还给纽约地区著名检察官罗伯特·摩根索（Robert Morgenthau）打电话，宣称欧米加顾问公司遭到了一起有预谋的合伙诈骗。

之后，就是律师们的博弈了。

1999年，欧米加顾问公司和其他两个刘易斯分别接近的投资人一起在英国伦敦法院对科泽尼提起诉讼，宣称科泽尼诈骗了他们1.8亿美元，并寻求至少1亿美元的赔偿。

2003年，刘易斯因诈骗包括欧米加顾问公司和库珀曼在内的众多投资者1.8亿美元，而在美国纽约州法庭上被提起诉讼。

2004年，刘易斯在美国联邦法庭上承认自己有罪。他承认自己在明知道科泽尼贿赂阿塞拜疆官员的情况下，仍然代表欧米加顾问公司投资科泽尼的项目。随后，刘易斯和联邦检察官合作，成了指控科泽尼犯罪的官方证人。

2007年，欧米加顾问公司决定支付50万美元给美国贿赂调查组让其对科泽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼贿赂阿塞拜疆官员一事进行调查。调查结果显示刘易斯需要对此事负责，但是法律上既没有肯定也没有否定刘易斯的做法是错的。库珀曼感到美国政府从自己手中抢走了 50 万美元。联邦检察官从来没有控告刘易斯，也没有得到他的任何招供，且不能引渡科泽尼，但是库珀曼却为此支付了 50 万美元，而且只是象征性地“赢”了官司，至少库珀曼是这么认为的。他为自己支付的这笔钱打了几年的官司，最后他的律师小组说服了他，告诉他打官司对欧米加顾问公司及其所有的雇员来说，都是一场灾难。律师们说，打官司会耗费公司大量的时间和精力，使公司无法集中经营，还会造成负面的新闻舆论。此外，欧米加顾问公司从这场官司中也几乎得不到任何好处。最后，对于库珀曼来说，比较好的做法似乎就是让这件事过去。

从逻辑上讲，如果有什么人连累了欧米加顾问公司和库珀曼的话，那么按照辩诉协议，这个人就是刘易斯。在另一份辩诉协议中，美国政府宣布欧米加顾问公司无罪。而这家公司最大的失误有可能就是雇用了刘易斯。结果证明，这是一个令人后悔不已的做法，但并不是犯罪。该公司唯一犯罪的人是刘易斯，库珀曼通过不断地对刘易斯提起诉讼来证明这一点。他的目标是收回自己支付给刘易斯的 3 000 万美元薪酬，而这一目标的象征意义远大于赔偿意义。

2009 年 1 月，欧米加顾问公司在伦敦对科泽尼提起诉讼，要求释放他在伦敦持有的资产。正在库珀曼计划证明欧米加顾问公司对贿赂阿塞拜疆官员不需要负任何责任那天，科泽尼清偿了他的债务。

2009 年 7 月，手提包业巨头伯克被美国联邦法院提取控诉，理由是他帮助科泽尼贿赂阿塞拜疆官员，这违背了《反海外腐败法》中的相关规定。

至今，捷克共和国和美国仍然在通缉科泽尼。

科泽尼曾经在巴哈马的监狱里服过刑，但是时间非常短。现在，他被“囚禁”在莱福德岛上一座面朝大海的豪宅里。他宣称，阿塞拜疆永远不会卖掉阿塞拜疆国家石油公司，而他自己已经变得不名一文了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幌子、匕首和诉讼 时间表

1997 年 科泽尼的代理人购买阿塞拜疆国家石油公司的私有化证券，而科泽尼在美国说服了很多有名望的投资者。

1998 年 2 月 刘易斯向库珀曼介绍阿塞拜疆的投资项目，并从阿塞拜疆发送保证书，预测 10 月可以完成阿塞拜疆国家石油公司的私有化。

1998 年 8 月 库珀曼解雇了刘易斯，派遣文森特前往阿塞拜疆。文森特碰巧发现了科泽尼的期权诈骗内幕。

1998 年 10 月 阿塞拜疆举行总统选举，阿塞拜疆国家石油公司没有进行私有化。

1999 年 欧米加顾问公司在英国起诉科泽尼，而科泽尼缺席。

2003 年 刘易斯认罪，承认自己事先知道科泽尼贿赂阿塞拜疆官员一事，他成了官方证人。

2007 年 欧米加顾问公司和美国政府就刘易斯的行为达成和解。

2009 年 1 月 欧米加顾问公司在美国起诉科泽尼，而他当时在巴哈马，仍未出席。

2009 年 7 月 伯克承认违反了《反海外腐败法》。

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

如果说投资有风险的话，那么投资新兴市场的风险会更高一些，投资阿塞拜疆的风险则相当高。事实上，当欧米加顾问公司和科泽尼达成协议时，根本就不存在公开交易证券的市场。直到 3 年后的 2001 年，巴库股票交易市场才开始运营。没有股票交易，没有监管，没有透明的体制，也没有金融管控，在这种情况下进行投资的风险是极高的，几乎会高到令人无法忍受的程度。**历史启示我们，一个没有公众监督或政府监管的市场非常容易招致腐败。这就是库**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

珀曼的错误所在。

可以说，库珀曼不经意地就犯了这个错误。他让在交易中有利可图的一方，即刘易斯去进行尽职调查。随后，刘易斯承认了自己的诈骗行为。

科泽尼的整个企业就像一个电影剧本，科泽尼是《教父 2》里面的海曼·罗思（Hyman Roth），而刘易斯则是迈克尔·科利昂（Michael Corleone），他将哈瓦那赌场分配给少数的黑手党，不过分配活动这一次发生在一个有暴力历史且刚成立不久的国家。

只要粗略地了解一下阿塞拜疆的政治状况，就可以知道该国总统阿利耶夫所掌管的是一个寻求腐败的政府。阿利耶夫曾在阿塞拜疆国家安全委员会任职，一次又一次地拒绝在阿塞拜疆发生政变，期间他从不拘泥于小节。阿塞拜疆国家石油公司是阿利耶夫和该国人民可以依赖的主要资产之一，这就不禁让人想问，他们究竟为什么要卖掉它？当然，他们没有卖掉它。2003 年，阿利耶夫去世，他的儿子继承了总统职位。他的儿子是阿塞拜疆国家石油公司的前副主席，在总统选举中获得了不可思议的 77% 的支持率。这也就难怪库珀曼在投资阿塞拜疆的私有化证券之前，要确保和科泽尼签订的合同上的每一个字都正确无误。

除了这一投资活动带有的些许喜剧色彩会引人警觉之外，当时还有很多新兴市场中出现的类似先例值得参考。最近发生的最明显的一个例子是俄罗斯，该国和阿塞拜疆一样，都是铁拳统治之下的国家。俄罗斯曾经也利用私有化证券系统来私有化世界上最大的天然气公司俄罗斯天然气工业股份公司（Gazprom）和其他的石油公司。所以，库珀曼认为阿塞拜疆国家石油公司也同样会被私有化也许并非完全不合理。同样，我们还可以假设在这一私有化的过程中，一些声名狼藉的人也会参与进来。因为那样的人也曾参与到俄罗斯的私有化进程中，其中甚至包括苏联国家安全委员会的官员。现在，这些人有了一个新的称谓——亿万富翁。因此，科泽尼的出现并不一定是一个不良信号，只要欧米加顾问公司的律师和那些开价不菲的律师一样可以以法律条文将他困住。

欧米加顾问公司和其他人到底错在哪里呢？如果进行取证分析的话，那么毫无疑问答案会是刘易斯。这个贪婪的年轻人总是觉得自己值得库珀曼为他支付更多的薪酬，而且总是迫不及待地想得到报酬。在刘易斯的贪婪和科泽尼的游击战略之间，即便是库珀曼这样的传奇投资者也不可避免地遭受压榨。库珀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼做了一个投资者能做的所有事情来保护自己的、公司的以及投资者的资金。他非常谨慎，尤其是对新兴市场以及那些鼓动他投资的人。但是，当毒蛇就在自己的窝边，就是那个获得最高薪酬、你最信任的公司明星人物时，那么再怎么谨慎也无济于事。简单地说，有的时候在某种程度上即便是世界上最聪明最有经验的投资者也会失败，所以你也会。

刘易斯犯了诈骗罪，但是他自己也犯了一个错误。他想从这笔交易中得到的回报太多了——恰恰就是由于贪婪，他不仅损失了一切，其中包括他的未来，也将很多人拖下了水。

欧米加顾问公司最终被拖入了这项新兴市场的投资活动中。这项投资一开始就非常不透明，而且难度非常大，再加上“布拉格海盗”的吸引人的承诺和“普林斯顿王子”的二流盗窃手法，这项投资就变得更为糟糕。

虽然欧米加顾问公司和库珀曼在阿塞拜疆的投资损失了一大笔钱，但是这只占库珀曼的净资产的一小部分，而在整个公司的资本中所占的比重就更小了。对于库珀曼来说，这样的损失的规模并没有让他太过痛心，真正令他感到痛心的是伤害他的竟然是自己亲自雇用，曾经一起共事，而且还一直对其信任有加的人。

也许新兴市场的投资项目格外吸引诈骗行为。也许这种投资让犯罪变得格外容易，人们也就经不住诱惑要去尝试一下。然而，有一件事是可以确定的，那就是：尽管每个投资者有时候都会遭受失败，但是败在自己信任的人身上是非常痛苦的。

投资启示

- **新兴市场风险很高。**投资新兴市场比投资发达国家的风险要高得多，因此，投资新兴市场的资金应该只占你所有投资中的一小部分，因为这项投资很有可能会让你血本无归。

- **检查监管措施是否存在。**尽管像上市公司私有化这样的投资机会是非常诱人的，但是有时候你需要拒绝这种诱惑，因为监管措施，也就是说保护投资者的规定很有可能非常少或者根本就不存在。例如，如果阿塞拜疆政府最高层和科泽尼串通一气，那么当他们违反法律时，单个的美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者又能向谁求助呢？有些新兴市场国家为单个投资者提供很少的保护或者根本就没有提供保护，这是非常不公平的。投资于这样的国家就如同收到一封找你要钱的匿名邮件。因此，投资者们要远离那些没有保护单个投资者的记录的国家。

- **确保规定得到了执行。**尽管新兴市场中存在监管措施，但是它对单个投资者的保护也有可能会不足。在捷克，科泽尼能够从事利益非常可观的大规模买进卖出活动，而没有向投资者公开。结果，当交易内幕最终揭开时，捷克的股票市场遭到了重创，而在股市崩溃时，投资者也就没有任何保护自己的机会了。在美国，只要个人或机构购买一家公司 5% 的股权就可以获得内部人士的资格。他们每次进行股票的买进或卖出行为，都需要在美国证券交易委员会存档备案。

- **成熟市场也有与此类似的情况。**即使一些成熟的市场和经济体也缺乏与美国类似的监管措施。例如，在德国，在没有公开披露的情况下，保时捷公司有可能收购大众汽车公司 75% 的股票。

- **了解参与投资的其他投资者。**在可能的情况下，对参与投资的其他投资者也进行尽职调查。如果这个人或这个机构非常可疑，又或者有违反投资规定的记录，那么你还是远离这项投资比较好。

- **浏览美国证券交易委员会的网站。**在美国证券交易委员会的官方网站（www.sec.gov）上搜索其提起执法诉讼的个人或机构名单，当你与这些人或机构一起投资时，你需要非常谨慎。对你来说，浏览这个网站可能要花费很长时间，但这样做是值得的。另外，你也可以利用这一网站来研究其他国家的监管情况。你不必一定要成为这方面的专家，但是你要记住，投资新兴市场需要更多的市场知识，因为一般来说，它们对投资者提供的保护很少。

- **合理地分配你的投资。**有些金融顾问认为，每一种投资组合都应该有一部分投资于新兴市场，因为新兴市场的增长潜力非常大。虽然这并不是一个糟糕的策略，但是你要选对时机，这样才不至于让自己“高估”市场。很多投资者在中国市场就遭遇了这样的情况。当所有报纸、杂志以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及财经广播都在宣称中国的高速增长时，投资者也因此动力倍增，大笔投资中国市场。然而，那些没有掌握投资时机的人几乎遭受了一半的损失，因为在他们高价买入股票后股价就开始大幅下跌。所以你要观察一下目前目标股票市场或证券市场的表现，确保自己不是最后一个投资于此的。

- **分散风险**。如果你确实投资了新兴市场，那么就需要通过专门投资这些市场的共同基金来分散你的风险。

- **你要谨慎**。记住，无论你投资在哪里，也无论你通过怎样的方式进行投资，某一天你都会以某种方式遭受损失。因此，你所进行的投资不仅永远不要超过自己的能力范围，并且还要保持多样化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

| 忠告 7 |

历史表现只是一个参考点

普泽纳投资管理公司创始人 理查德·普泽纳

你能与历史争论吗？你不能。历史可以告诉我们发生了什么，而我们却不能回到过去已经发生的事情中，即使是在金钱和投资这些神秘的领域。

理查德·普泽纳不仅研读历史，也相信历史事实。他把这个信念作为普泽纳投资管理公司（Pzena Investment Management）进行投资的核心原则，也正是这一点让他取得了成功。

在一个不确定的领域里，没有什么事情是百分之百的，任何变量随时都有可能从你身边悄悄溜走，而历史始终值得你信任。

历史从来没有让理查德·普泽纳失望过，但是这一次，历史却让他失望了。

注意异常现象

普泽纳看起来不像是一个学者。不是因为学者的形象千篇一律，而是因为普泽纳的行为举止与学者截然不同。他是一个亲切的主人。同时，在你的晚宴聚会上，他又会是一个友好的客人。这就是普泽纳给人的感觉。普泽纳是一个亲切和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蔼，活跃而不失思考的人，他睿智、慷慨并且很喜欢笑。

然而，除了亲切和蔼，普泽纳思考问题的深度也会让你大吃一惊。当你给普泽纳提出一个问题后，你几乎可以看到他眼睛里燃烧的火焰，你仿佛已经感觉到他在组织答案了，一个严密的回答很可能会把问题转换到另一个完全不同的角度，而这会让你觉得要是自己能想到这些就好了。

所以说普泽纳确实是个充满活力的学者。在投资界，像他这样的人是很少见的。普泽纳以优等成绩从沃顿商学院毕业。事实上，普泽纳开始对价值投资有所了解是源于他在沃顿商学院学习期间承担的研究项目。普泽纳在大学的最后一年修了一门本科生和硕士生都可以选修的课程，并与他的两位同学合作重新撰写起初是由格雷厄姆与多德（Dodd）① 围绕净营运资本进行研究的一篇论文。他说："在这篇论文中，我们运用了一种纯粹的价值方法，通过这种方法，我们对那些实际运用的运营资本少于其账簿上的营运资本的公司做了一项调查。"由于这种对传统分析的修正早于计算机广泛使用的时期，所以他们只能靠阅读股票指南方面的书籍和印有成千上万家贸易公司的重要财政数据的小册子等这些传统的方法来完成。在今天这个有着网上证券报价机和数据服务等任何你可以运用的方法的时代看来，那是一项耗时、不被认可并且默默无闻的工作。无论如何，最后的结果非常令人满意。他们的论文于 1981 年发表在《证券组合管理期刊》（*Journal of Portfolio Management*）上，而普泽纳和另外两位作者乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）以及布鲁斯·纽伯格（Bruce Newberg）在证券领域的事业开始迅猛发展。格林布拉特后来成了投资家、作家和教授，纽伯格则在德崇证券公司（Drexel Burnham Lamber）担任证券交易员。

对于普泽纳来说，也许阅读那些股票指南方面的书让他对这一行失去了兴趣，因为毕业后，他"没有选择在华尔街任何一家投资银行工作"，当然也没有成为一位证券分析师，而是与很多年轻人一样，去了位于美国西部的芝加哥，进入了

① 想要更多地了解格雷厄姆和多德两位投资大师的观点，请阅读《证券分析（第 6 版）（套装上下册）》。本书已由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油产业。那是 1981 年，当时石油业正处于发展的高峰期。普泽纳在阿莫科石油公司（Amoco）工作，直到 1998 年它与英国石油公司合并，成为一个典型的美国石油公司。

普泽纳在位于芝加哥的阿莫科石油公司总部工作了大约一年，然后就被派遣到新奥尔良参与海上石油租赁的投标竞拍。1983 年，美国政府决定在墨西哥湾开发租赁区域，开放约为 1 万平方公里的水下面积进行投标竞拍。各家石油公司争相对他们的地质学家鉴定有大量石油储备的海域进行投标。整个竞拍过程的紧张气氛会让你感觉不亚于争夺美国西部的土地，用普泽纳自己的话来说就是，你能在竞拍时"亲身体验商业活动是怎样进行的"。他向人们介绍动量投资法（momentum investing），而有些人将其形容为"大傻瓜理论"。动量投资法是指，在不断的交易中，投资者会把价格抬得越来越高，一旦估价和预期的价格相差得足够大时，股价接下来就会发生彻底的逆转。动量投资法与格雷厄姆和多德的证券投资管理方法是对立的，传统的价值投资者非常厌恶这种方法，他们确信"当别人都卖股票时，那就是买股票的最佳时机"。

普泽纳在石油租赁投标过程开始不久就领会到了这种投资方法，并且这种方法还令他印象深刻。阿莫科石油公司的地质学家在竞标区域发现了一片土地，他们相信这里蕴藏着大量的石油储备。普泽纳所在的竞标团队在进行了一番必要的调查后，确定了一个他们认为可以赢得竞标的价格。然而，这个价格却超出了他们能决定的竞标价格，所以他们把这个问题提交给了上级管理层。而上级管理人员对于这片土地创造原油的潜在价值感到异常兴奋，于是他们也适当地提高了竞标价格，该价格同样也超出了他们能决定的竞标价格。因此，他们只好继续把这个问题传达给上层管理人员，就这样这个问题被一层一层地往上传达，每一级的管理层都像失去控制一样，把竞标价格提升到他们能决定的最高价格以上。最终这一过程止于最高管理层即公司董事会。他们加大了竞标力度，确定了竞标的最终价格。这个价格是下一个最高竞标价格的 100 倍，普泽纳说："这个竞标价格为公司创造的回报率为零"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这个竞标过程中，你吸取了什么教训？“你看见了这些泡沫，当你为某些事物过度支付时，你很难赚到钱，尤其是在愉悦的心境下。”换句话说，就是要注意异常现象，避免被自己的情绪所左右以及谨慎运用动量投资法。

独自去冒险

泡沫不会持续很久。即便新奥尔良的这次竞标拍卖的气氛类似于争夺美国西部蛮荒土地，而普泽纳也发现了其中存在估价过高的问题。阿莫科石油公司的管理层想要普泽纳回到公司总部从事项目计划工作，但是他说当一家石油公司提到“计划”时，他们的真正意思是讨论“关于移动某个钻井 61 米”。因为唯一真正有效的战略变量就是价格，所以计划对于他来说不是一个有趣的工作。

随后，普泽纳进入桑福德伯恩斯坦公司（Sanford C. Bernstein）工作，该公司旗下有两大业务：为购买共同基金和对冲基金的客户提供调查和贸易服务，以及资产管理。由于该公司在价值投资方面做了一系列研究，因而已经树立了良好的声誉。与华尔街其他公司不同的是，它更倾向于在行业内雇用专业分析人员，而不是对商业学校的毕业生进行培训。桑福德伯恩斯坦公司的观点是，对这个领域的认知比会构建盈利模式更加重要。后者可以成为一门学科，而前者则要求通过潜心研究形成深刻的见解。

普泽纳把工作机会看成是一种智力挑战：他好像“嫁给”了格雷厄姆和多德的评估模型一样，作为沃顿商学院的毕业生，他带着从石油行业学习到的知识，潜心进行研究。尽管他对华尔街带有偏见，但是现在似乎到了该进入投资游戏的时候了。在新奥尔良获得了丰富经验的普泽纳成了桑福德伯恩斯坦公司研究部的一名石油行业分析师，他的工作就是为所谓的“卖方”写报告，或者负责部分的经纪业务。而把研究成果卖给作为“买方”的投资基金也是他工作的一部分。

研究一直都是桑福德伯恩斯坦公司的一大特色。而其标志性的研究方法则是研读公司传说中的黑皮书，这部黑皮书之所以著名，不仅因为它极其详尽，还因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为它的深度和内容。普泽纳说，公司招进来的每一个新人至少在前 6 个月什么都不用做，只需熟悉黑皮书。

学习完黑皮书之后，普泽纳开始写关于石油行业的报告。他对美国炼油行业进行了调查并撰写了相关的文章，也撰写了关于美国国内石油产品的文章，还形成了一个评估石油公司的框架。然而，在这个岗位上工作了两年后，他发现，成为一名卖方股票分析师不是他想要追求的，此时他意识到桑福德伯恩斯坦公司给自己提供了一个新的机会。

桑福德伯恩斯坦公司的管理层开始改变公司只有大盘股价值投资模式的传统，决定启动小盘股基金。普泽纳承担了这项工作。1990 年中旬，公司发起了小盘股基金，而且几乎同时普泽纳被要求担任研究负责人，其中包括监督有关大盘股证券投资的研究进程。

大约就是在这个新机会出现的时候，普泽纳渐渐意识到自己要抓住这次机会。当时正是夏天，他仍然戴着石油行业分析师的帽子，向基金管理者和投资专家介绍中东石油。令人担心的事情是，这个夏天正值萨达姆·侯赛因武力威胁时期。普泽纳让投资者保持积极的态度，他认为伊拉克的领导人没有机会入侵科威特。然而，在他劝说投资者的第三天，萨达姆·侯赛因就发动了进攻，最终普泽纳认为，自己难以给基金管理者提供他们想要的结果。这也意味着似乎到了他该转向买方市场的时候了。

普泽纳虽然放弃了担任小盘股基金负责人的机会，但他还是极力劝说公司管理层保留这个项目，而他却成为一名大盘股价值投资的管理者。

普泽纳在这个岗位上工作了 5 年。他的头衔也在不断地变化，例如研究负责人、美国股票投资负责人，等等。但是，他一直负责公司具有最高战略价值的产品，也就是大盘股价值证券投资。他说："这 5 年来，价值投资的市场环境很好"。特别是这段时期为他提供了学习金融股票方面知识的机会。而这个时期的证券投资基金占公司财政的 40%。普泽纳说："这也表明了公司上一次推出的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金是不值钱的”，他认为证券投资猛涨是对传统智慧和在当时盛行一时的假设的挑战。

这一事件让我们了解到财政体系如何运作，而投资心理学具体有什么作用。1995 年，普泽纳从石油泡沫中吸取的教训，促使他作出了这样一个决定：“独自去冒险”。他已经准备好把自己在动量投资中学到的东西，以及他对格雷厄姆和多德提出的价值投资理念进行完善的新理念付诸实践了。

价值投资者：与众不同，还有胆量

投资更像是一个时尚行业，并不是每个人都想涉入。因为时尚行业会在盛行一时之后又退出市场。也许，有一年，银行股票就像稀缺的灰色和黑色的爱马仕领带一样流行。而在第二年，你可能就不会非爱马仕领带不戴了，而那年生物科技股和斑点图案的杜嘉班纳（Dolce & Gabanna）牌的领带又会成为时尚。然而，时髦的学生会告诉你把那些稀缺的领带都保留好，因为某一天它或许又会成为流行。

事实上，投资也是这样，尤其是价值投资，买过时的股票，然后等它们变回流行。这要求投资者既要有耐心和眼力，又要能忍受孤独。价值投资者就像垃圾收集者。他们从其他证券投资管理者的丢弃物中筛选出他们认为有价值的股票，然后等待时机，最后这些股票都被证明是价值不菲的。

在 20 世纪 90 年代以前，人们认为，银行股票就像寡妇和孤儿一样安全，他们以此来比喻财政的稳定性，反对无把握的投资活动。为什么不进行银行股票投资呢？有什么比这种投资更安全的呢？这是很容易理解的一种商业模型：募集由你支付利息的存款，然后以更高的利息把这些存款贷给那些有信用保障的个体和机构，而利息的价差则作为投资者的利润。为了让银行投资更具有吸引力，银行可以按投资者股份的多少付给他们股息。不管是位于街角的社区银行还是位于市中心的大银行，都是为大机构提供服务的。银行是一家简朴的、可靠机构，它不仅仅是一个可以放心储蓄的地方，也是一个你可以放心投资的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了20世纪90年代。当银行这张质朴的脸上出现了从未出现过的皱纹时，银行股票便不再是一种时尚了。美国经济开始衰退，就像普泽纳回忆的那样，“每家银行都处于危机之中”。20世纪七八十年代，第三世界出现债务危机，无法偿还美国繁重的债务。而商业银行已经开始做清理工作了，也开始妥协了，这是一场真正的灾难。对于这场灾难，银行尽管作出了解释，但在抵押融资贷款上仍遭受了巨大的损失。因为抵押贷款拖欠率的飙升和解释的迟缓，银行不得不把坏账一笔勾销。资本比率这一衡量银行财政健康状况的指标也开始收紧。

资本比率

如何衡量一家银行是否有足够的资金来满足运营要求？也就是说，它可以满足存款人和债权人的要求并承受意料之外的损失。而最主要的衡量标准就是银行的资本比率。

在有关资本比率的最简单、最基本的定义中，资本比率是指资本除以资产所得的百分数。但是为了提供一个在国际上通用的标准，建立于1930年的国际清算银行制定了一个标准框架，即可以在风险敏感度的基础上衡量银行的资产。这个框架建立在所谓的控制风险计算的《巴塞尔协议》[①]的基础上，它允许各个国家建立各自衡量资本的标准。

关于资本比率的基本原理是，银行的资本比率越高越好。

媒体频繁报导银行的负面新闻使很多投资者减少了在银行的投资。在当时可以称得上是银行业巨头的花旗银行、汉华实业银行（Manufacturers Hanover）、化学银行（Chemical Bank）以及其他一些银行的股票价值都跌到了历史新低。随着消极力量的推动，股票的出售变得越来越恣意妄为。不管是否处于财务困境之中，所有的银行的股价都下跌了。

①《巴塞尔协议》是国际清算银行通过的一套关于统一国际银行的资本计算和资本标准的协议。在《巴塞尔资本协议Ⅲ的实施：基于金融结构的视角》一书中，国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松老师对《巴塞尔协议》的最新版有详细解读。本书已由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像普泽纳说的，虽然银行没有出现挤兑现象，但是“它们也停止了放贷”。这也使普泽纳可以暂时休息一下了。“我试图以研究负责人的身份去拜访银行，也试着去理解这个行业存在的这样一种奇特的现象——当不存在利息价差时银行会随便贷款，而当价差很大时却又不发放贷款。”普泽纳说。对于这个问题，他从来都没有得到一个满意的答复。

在银行间相互厮杀的背景下，像普泽纳这样的价值投资者则在进行调查研究和分析，试着猜测哪家银行会存活下来。更重要的是，他们甚至试图调查清楚，哪家银行因过度出售股票而导致其当前的股价相对于他们进行交易的实际价格低了很多。换言之，哪家银行有如此强大的内在价值可以使他们的股票出售价格被认为是非常划算的？

为了确定银行的内在价值和潜在交易的实际价值，价值投资者必须要在详细审查的基础上，对银行潜在的收益能力作出一个假设。而不同类型的价值投资者对于作出这个假设提出了不同的方法。普泽纳善于辩识价值投资信号，因而形成了自己的价值投资定位方法，即对一个公司正常的收益能力进行评估。也就是说，如果没有经济危机，银行可以赚多少钱？他提出这个问题的理由是他相信危机只是暂时的，不管这场危机会持续多长时间，当它过去时，一切都会回到正轨。普泽纳相信这一点，是因为历史可以为此提供证据。

正是由于对银行正常收益能力的精准评估，普泽纳才会在 20 世纪 90 年代拒绝“时尚”，购买了当时已经过时的银行股票。在那时，没有什么比花旗集团更过时的东西了。1990 年，花旗银行（当然后来成为花旗集团的一部分）濒临破产的边缘，这在市场上引起了一阵恐慌。1990 年年末，该银行首席执行官约翰·里德（John Reed）无奈之下只好向具有丰富的石油资源的中东地区寻求帮助。沙特阿拉伯王子瓦利德（Al-Waleed bin Talal bin Abdul Aziz Al Saud）向其伸出了援助之手，以每股 2.98 美元的价格向花旗银行投资了 5.5 亿美元——直到 2008 年出现银行危机后，这样的价格水平才重新出现。随着伊拉克战争愈演愈烈，沙特阿拉伯王子继续加大对花旗银行的投资，达到了其所有权的 14.9%。他的投资为银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行股票打造了一个平台，提高了普泽纳所持有的包括花旗银行在内的所有银行股票的价值。

果然不出所料，所有的银行股票最终都回到了正轨而且重新受到人们的欢迎，这为普泽纳赢得了辉煌的声誉，人们逐渐认可他是一名杰出的价值投资者。在接下来的20年里，其中在2007年和2008年，包括规模变得更大的花旗银行在内的所有银行都为普泽纳提供了一个新机会，而就像他在1990年发现的那个机会一样，表象会使人受到蒙蔽。

普泽纳的价值观

为了了解普泽纳在2007年的银行股票上发现了什么，我们有必要研究一下他的投资心理，即他如何看待历史在价值投资中所起的作用。对此，用他自己的话来表达是再恰当不过的了："有足够充分的证据证明历史的发展趋势是有重大意义的"，2006年9月，普泽纳在哥伦比亚大学商学院这样告诉他的学生，不管什么时候，当你听到"现在是非常时期"这句话时，你都应该紧紧守住自己的钱包，因为"现在"不是。

普泽纳之所以会对投资界有这样的观点，用他自己的话来解释就是，"很明显，由于历史的原因，我对投资是有偏见的"。引导他创立普泽纳投资管理公司的是一种令人鼓舞的投资心理，而创办这家公司的想法是在花旗集团中心的一个有4个员工参加的会议中提出来的，普泽纳当然也是这4个人中的一个。在某种程度上，他放弃在桑福德伯恩斯坦公司的工作是错误的。他在那家公司注入了大量资本，既包括经济上的，也包括心理上的，所以对他来说离开那家公司的代价太高昂了。此外，公司管理者还给他提供了一个重要的职位，即负责全球的基金调查研究，对于普泽纳来说，这是公司信赖他的体现。但是，他强烈地渴望用自己的方式工作，也知道这扇窗户不会永远为他敞开着，而他认为此时是最佳时机。于是，他放弃了自己持有的其潜在价值为百万美元的桑福德伯恩斯坦公司股票，放弃了一个有保障的、高薪酬的工作，转而创立自己的投资管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于普泽纳将他的价值投资哲学理念融入自己新创办的公司，他后来进行的一系列投资管理都取得了成功，高风险得到了高回报。如果你在寻找合适的词语来形容这种理念，不妨考虑一下“深度价值”（deep value）。像每个价值投资者一样，普泽纳在寻找公司的股票价格低于其内在价值的公司。这对他来说就意味着要了解公司正常的收益率即收益既不是在严峻的环境下实现的，也不是在非常良好的环境下实现的，而是在一个长期的、释放基本的收益能力的情况下实现的。为了作出购买哪只股票的决定，普泽纳提出了3个问题：“公司的运营好吗？公司的问题是暂时的还是永久的？它的收益会回到正轨吗？”普泽纳说，要回答这些问题非常困难，但普泽纳投资管理公司的员工每天都要思考这些问题，而这家公司有大约80名员工。

普泽纳分析中的另一个重要并且与历史有关的变量就是他对哥伦比亚大学学生所说的“深度价值投资的周期性本质”。关于这些周期，普泽纳从历史中了解到的是，如何在经济衰退时期让他的价值投资股票仍然状况很好。对经济衰退的定义是，出现连续两个季度的经济紧缩。普泽纳也承认，在经济不景气时，让股票的状况仍然良好似乎有点违背常理。他也知道：“在经济衰退时期，人们不想在一定周期内仍然持有某家公司的股票”，也就是说，这些公司的效益与经济相关，当经济繁荣时，公司的股票就会给你带来良好的收益，“但这正是它们经营良好的时期”。普泽纳说，在经济衰退之前，你是不想拥有这些周期性股票的，因此诀窍就是“经济衰退刚开始时就是买股票的最佳时机，在这一时期买入，你就可以提高自己持有的股票的价值”。但是，要想抓住最佳时机就需要有良好的交叉分析能力。回顾1969年美国出现的经济衰退，通过对衰退期后40年的股市状况的研究，普泽纳得出了一个结论，动量投资基本上就是一种以高价买进并以更高价卖出的方法，这种价值投资“不仅在衰退开始之后占据着优势”，而且在刚进入衰退期时也能带来很好的收益。

在经济繁荣即将告一段落时，投资群体往往开始担心衰退即将发生，所以从某种意义上来说，在衰退期真正到来之前，这种心理会给经济活动带来不良影响。大多数对经济敏感的公司的收益会开始下降，它们的股票价格也会随之下跌。伴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着建筑活动的减少，那些依靠这些活动生存的公司，例如设备制造商卡特彼勒公司（Caterpillar）就会遭受经济衰退给它带来的痛苦。而随着消费者出于职业安全考虑而控制消费，零售商也遭受了重大损失。银行则出现了消费者拖欠贷款的行为，而基于对借贷者还款能力的考虑，它们就不得不提高借贷标准。随着这些企业的收益下降以及出现令人担忧的发展前景，它们的股票价值也必然会跟着下降。这其中的原因是显而易见的：没有人愿意在公司的发展及其收益都格外有限的情况下，大量购买该公司的股票。于是，随着投资者纷纷卖出自己手中的股票以及依赖于经济增长的周期性股票的价格下降，就出现了滚雪球效应。

从历史上看，市场的繁荣期远比萧条期要长。由于市场上有很多不同类型的共同基金，那些抛售周期性股票的投资者不得不寻找有发展前景和处于上升趋势的新股票，尤其是那些与经济波动关系不大的上升股，例如那些医疗保健产业公司的股票。当然，这些公司在经济衰退时期的发展有些缓慢，但是人们总是会买药，而不管经济整体的发展状况如何。随着投资者抛售那些收益有限的股票，转而购买收益更高的动量股票，这些动量股票的价格就会变得越来越高。

所有这一切都发生在衰退真正开始之前，然而衰退一旦开始，普泽纳说，市场心理就会经历一次彻底的逆转。投资者们会保住优势股，而出于对股票价格下跌和利益损失的担心，他们会逐渐撤销对高价的动量股票的投资。他们担心，萎缩的经济会使自己的投资利润降低，此时市场心理就会出现再一次的逆转。

正是因为这一点，投资者开始对股票进行估价。而市场作为一个反应机制开始展望经济何时恢复，投资者也在寻找那些价值股。卡特彼勒公司则再次引起了大家的注意，该公司过去的股票价格是每股 60 美元，现在每股的交易价格仅仅是 15 美元，而百时美施贵宝公司（Bristol Myers）过去的股价是每股 20 美元，现在却是每股 40 美元。于是，投资者们纷纷卖掉手中百时美施贵宝的股票，转而去买卡特彼勒的股票。他们之所以下这个赌注是基于对经济衰退不会变得更糟或者股票销售已经过度的假设。有时候，他们会以这样的赌注赢钱，例如 20 世纪 90 年代的普泽纳，而有时候又会以失败收场，就像普泽纳在 2008 年遭遇的一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于对正常收益能力的评估，普泽纳越来越擅长对优化估值的股票以分期付款的方式来购买。他在桑福德伯恩斯坦公司工作时就成功地运用了自己的这一天赋，这也成为他创立普泽纳投资管理公司的基础。普泽纳的想法得到了他的朋友的支持，而最终他以500万美元的资金创立了自己的公司。30天后，普泽纳就有了他的第一个机构客户，这使他的个人账户上的金额增加了不少，第一年年末，公司的资产已经达到了1亿美元。2007年，公司达到了发展的顶峰，公司的资产已经达到了300亿美元。也正是这一年，普泽纳的公司上市了。这家新上市的公司在交易的第一天，它的股票价格就上升了12%，普泽纳的所有权价值也超过了4亿美元。

2007年，普泽纳决定再次投资金融股票。

金融市场一泻千里的一年

事实上，2006年，普泽纳在公司的财务状况上松了一口气，用他的话来说，这一年“好机会并不多”。取而代之的是，公司处于普泽纳所称的“无聊”的境地，就像微软、辉瑞、沃尔玛、强生和金佰利克拉克（Kimberly Clark）等这些公司一样。普泽纳说，花旗集团也进入了“这个阵营”，其价格不是特别高的股票代表着公司具有强大的盈利能力和长期盈利的历史。普泽纳投资管理公司则与一些大型金融机构都保持着联系。

普泽纳发现花旗集团的业务实力雄厚，尤其是信用卡方面，花旗集团的信用卡业务不管是在美国国内还是在全球都占据着优势地位。除信用卡业务外，花旗集团的业务还包括位于纽约和新兴市场的地区银行业务、私人银行业务、史密斯邦尼公司（Smith Barney）的全球财富管理权、制度监管服务、交易处理、国际汇兑和利率换算等。普泽纳说，花旗集团的所有这些业务都已具有一定的规模，也形成了一张严密的业务关系网，还为花旗集团带来了成倍收益，从而使整个集团拥有难以匹敌的竞争力。如果要说花旗集团有什么缺点的话，那就是公司的管理机制还不够完善。但是，糟糕的管理是可以不断完善的。花旗集团一直都在赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱，尽管它并非在市场上过于积极主动，例如当时它不是有价证券的主要投资者，这就使普泽纳认为对其投资是一种很好的选择。

普泽纳团队对其他一些金融股票的投资选择都是参照他们选择花旗集团的标准而作出的。整个 2007 年，虽然市场似乎集中于能源行业和日用品行业，但是普泽纳仍相对加大了对金融股票的投资力度。尤其是对政府赞助的企业（GSEs）的投资，如房利美公司和房地美公司。这两大巨头一个是美国联邦国民抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association），另一个是美国联邦住房贷款抵押公司（Federal Home Mortgage Corporation），它们总共占据了全美国近一半的按揭贷款。

普泽纳说："随着 2007 年年末和 2008 年年初金融股票的崩盘，住宅抵押贷款市场已经瓦解。可以以 5 倍于花旗集团正常化收益的价格得到像花旗集团这类公司的经营权的机会已实属难得。"与此同时，房利美公司和房地美公司的股价再创新低，还有其原本认为不会受到影响的资产负债表也受到了巨大影响。在普泽纳看来，在产生投资价值损失恐慌时，所发生的这一切也孕育了机会。而住宅建筑股票最后一次遭遇如此大的压力已经是 20 世纪 80 年代的事了，也正是那次经历使普泽纳认识到，危机终究会过去。至于金融股票，它们就像是 1928 年银行的时尚业务一样，其价值是每一位价值投资者都垂涎的。

普泽纳与房利美公司和房地美公司都有频繁的接触。虽然它们的名称听起来像是一场短信阴谋，但是它们的领导者作为公司最大的股东之一，有资格发表自己的看法，尤其是在公司的股票承受巨大压力时。这两大公司的最高管理层以最快的速度向普泽纳咨询了在公司运作以及容易波动的公众情绪方面扭转消极趋势的方式，因为至少在这两方面，他们不敢怠慢。

普泽纳全程参与了这些问题的讨论。他调查了这两大公司领导层的影响力，公司承受拖欠贷款损失的能力以及处理住宅抵押危机的策略。事实告诉他，这两家公司好像"刀枪不入"一样，总能渡过难关。自从它们分别于 1938 年和 1970 年创建以来，它们相对平稳地度过了每一次经济萧条，并且还使公司不断扩大规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模。普泽纳想确定这两家公司的“护甲”是否仍在，以使他们具备一定的抗挫能力。最后，他相信无所谓什么“护甲”，因为市场的反应过于强烈。

2007年秋天，普泽纳参加了时任美国财政部部长、高盛集团前首席执行官亨利·“汉克”·保尔森（Henry “Hank” Paulson）召开的会议。保尔森列举了一些有名望的投资者及经济学家关于遏制金融危机萌芽的方法。保尔森以“大家有什么想法吗？”这一问题开始了这次会议。普泽纳对此感到非常惊讶。他认为这不是在承认美国政府无能，而是在终止对话。

不管怎样，普泽纳继续小心谨慎地参与着谈话，让他高兴的是，保尔森部长把话题转向了另一些人，对于这些人来说，复杂的分析和预测不是抽象的练习，而是他们生活的基本要素。毕竟，像普泽纳这样的人除非确信股票是安全的，否则即使股票严重贬值他们也不会购买，因为通过尽职调查，他们可以作出较为准确的判断，公司需要有充足的资金进行计划和执行，从而改变自身的命运。这是普泽纳持有的股票升值的唯一方法。因此，对于美国财政部部长来说，问这些人他们的分析告诉了自己什么，以及他们在市场上看到的基本事实是什么就非常有必要了。

普泽纳与美国财政部一直保持着联络。2008年春天，普泽纳接到了一个叫罗伯特·斯蒂尔（Robert Steel）的人的电话，他也曾是高盛集团的员工，当时是保尔森下属的一位负责美国国内财政事务的部长。普泽纳和斯蒂尔在电话里谈论了房利美和房地美这两家公司的衰退，美国政府接管了它们并帮其摆脱困境，以及该事件对世界金融市场的潜在影响。“你是怎么想的？”斯蒂尔问普泽纳。

普泽纳告诉斯蒂尔，他已经回答过保尔森同样的问题了，对此，历史以及他自己的分析已经证明：市场反应是过度的，这不是由于资本问题，也不是由于流动性，而是时间问题。过一段时间，市场就会回归正常，房利美和房地美也会东山再起。

不久之后，2008年9月7日，房利美公司和房地美公司就被国有化了。到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时为止，普泽纳基于对价值的评估而投资的金融股票占了他证券投资组合的 40%。

银行缺乏的不是资金，而是信心

评估公司价值的核心是普泽纳的“深度价值”方法的关键指标：正常收益率。他所构建的核心评估问题是：“在收益能力正常的情况下，一旦度过了危机，这些企业可以获得多大受益？”当然，在 2008 年信贷环境不断恶化的情况下，普泽纳认为有必要对每个正常收益率分析都进行压力测试，尽管如此，他指出：“我们所有的压力测试都是建立在时间充裕的基础之上的。”银行就是这样运转的：在一段时间之内，银行会遭受贷款损失，但是在相同的时间内银行又赚取了利息，这样就抵消了贷款损失。普泽纳和他的团队对银行进行正常收益率分析，对他们的分析结果进行压力测试，并断定媒体上登载的那些以“债务抵押债券”“次级抵押债务损失”和“沉没股票价格”等为标题的报道有些“反应过度”。

虽然普泽纳的公司的基金已经从糟糕的股市表现中走了出来，但投资者们还是开始收回他们的利息。普泽纳认为市场过度反应对普泽纳投资管理公司的公开交易股票带来了灾难性的影响，2008 年金融危机时，股票价格下跌到了其峰值的一半，每股不到 10 美元。

在普泽纳投资管理公司位于曼哈顿市中心的总部，关于证券投资应该占金融股票比例多少的问题，公司内部展开了激烈的讨论：比例太大？比例刚好？像大多数情况一样，当与会者作出一致决定时，公司的行为体现了它深厚的企业文化。最终，公司一致通过把金融股作为接下来的工作中心的决定，这也意味着公司“有大量的资金和良好的收益能力去承受损失”。2008 年 5 月，普泽纳把花旗集团的股票作为他的首选，他要以此来抓住所谓一生难逢的机会。

8 月，在和客户一起召开的电话会议上，普泽纳对第二季度的投资结果做了个总结，他认为这个结果很“可怕”。他告诉客户，他们现在处于“理性分析被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛弃，情绪推动证券价格”的境地。普泽纳说：“我们没有理由放弃可以让自己走出困境的深度价值法。”因为他确信现在是时候采取时间策略了，因为在经济周期快结束时，是定位投资组合的最佳时机。普泽纳在电话会议上说：“以史为鉴，一旦经济出现衰退，即便当保险的动量股票也不能逃脱时，我们就应该采取估值的方法，因为这时候价值股票就会更胜一筹。”

普泽纳继续说：“我们的工作是，适应市场情绪并利用好它，尤其是当市场陷入非理性状态时，而现在市场正处于非理性状态。”在他看来，金融股票基本上或者说是永远都不会有太大变化。有经验的价值投资者以前也经历过这种恐慌，后来事实证明每一次恐慌都是一次难得的购买机会。普泽纳再一次在理性分析的基础上进行预测，他认为这个时期与 16 年前没什么不同，他还将其证券投资组合的 40% 都集中在金融股票上了。用约吉·贝拉（Yogi Berra）的经典名言来说，“这是一种似曾相识的感觉”。

普泽纳说：“我们曾经是那样想的，但那是错的。”之所以出现了错误是因为普泽纳没有意识到人们会存在对流动性的恐慌和对金融机构失去信心的心理。所有这一切都是对历史逻辑的蔑视，而这些逻辑则是普泽纳惯常使用的思考方式。“我们从来没有想过流动性会干涸”，他以当年房利美和房地美两家公司所发生的事情为例，哀怨地说，“房利美公司和房地美公司在国有化时期资本状况良好，这在之前从未发生过”。

但是这次却真的发生了，银行缺乏的不是资金，而是信心。

对于为什么会出现流动性恐慌和信心缺乏的现象，有很多种解释。普泽纳总结了一下，有的将其归咎于“不考虑正常收益价值”而只考虑市价，有的将其归咎于缺乏由系统产生的有巨大影响力的卖者，还有的将其归咎于美国政府连夜对资本市场作出的改变。但是，普泽纳意识到：“情绪和算法是必须被考虑进去的。”

普泽纳解释道：“如果人们对波音客机失去了信心，那没有关系。总共就只有波音和空中客车两种飞机，所以如果你需要坐飞机，还可以选空中客车。而在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融机构中，游戏就不同了”。2008 年 10 月，普泽纳投资管理公司的资产价值创下了新低，下降了 46%，股票价格也随之下跌，很快便低至个位数。

普泽纳对金融股票的投资 时间表

2006 年 普泽纳投资花旗集团，作为他投资“无聊”公司策略的一部分。

2007 年 普泽纳增加了他的投资组合中金融股票的比例，其中房利美和房地美两家公司的股票占很大一部分。

2007 年秋季 普泽纳参与美国财政部部长保尔森召开的会议，讨论如何应对金融危机，与会者包括房利美公司和房地美公司的代表。

2007 年年末到 2008 年年初 因为金融股票的胜出，普泽纳将大笔资金投资到金融股票上。

2008 年 8 月 普泽纳告诉投资者，历史是站在金融股票这边的。

2008 年 9 月 7 日 房利美公司和房地美公司被国有化了，并被撤销了它们的股权价值。

2008 年 10 月 普泽纳投资管理公司的资产价值下降了 46%。

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

作为一位深度价值投资者，普泽纳辉煌的投资历史记录依靠于一个行之有效的准则。他对股票的选择是基于公司的正常收益能力，他相信由公司短暂的经营状况不佳造成收益的中断只是一种暂时现象，公司会再次回到正轨上来。事实上，时间才是这其中唯一的不确定性因素。但是，对于价值投资者来说，他们好像有与生俱来的耐心和信心可以等待公司走出困境。

尽管如此，从普泽纳投资金融股票的结果中，我们知道，**行之有效的准则不一定总是对的**。例如，当金融机构基本上恢复正常运营时，普泽纳发现金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票已经占到他的投资组合的 40% 了。换句话说，他再也回不到旧的标准了，也没有人知道新的标准会是什么样的。

金融术语并不能告诉我们真正使普泽纳犯下价值亿万美元的错误的根本原因。美国思想家、诗人拉尔夫·爱默生曾写道："一切历史都是主观地被记录下来，又被人主观地阅读。换句话说，其实没有历史，只有传记。每个人的心灵都必须重温全部的历史课题，亲自汲取来自历史的养料。只要是它没有见过，没有经历的，它就不可能知道。"

因为普泽纳的投资哲学理念基于历史的重演，所以他就不得不忽略市场对某一特定股票的影响。普泽纳用这种方法来评估公司的正常收益能力：他会仔细阅读目标公司过去的财政报表，就像当年他和他的同学阅读股票指南一样，那时他们关注由于负面新闻使其股价下跌的股票以及引人注目的风险回报率。在这一点上，当经济紧缩的事实促使投资者卖掉手中的股票，而去寻找相对安全的股票时，你就会相信价值比趋势更重要。虽然这种方法已经被成功地运用了大约 20 年，但是它却成功地避开了传记，就像爱默生曾经说过的，人们的心灵选择不去看什么，它就不知道什么。

另一个新英格兰人对于普泽纳所应该领会到的东西，提出了重要看法。哲学家威廉·詹姆斯（William James）在他 1902 年出版的经典著作《宗教经验之种种》（*The Varieties of Rekgions Experience*）中写道："理解正常最好的方法就是研究不正常。"也许，把爱默生和詹姆斯的观点结合起来看的话，我们会发现，根本就没有所谓的"正常"。普泽纳对于证券投资会再一次流行的假设被历史证明是错误的，当然这对于普泽纳来说是第一次，也许是唯一一次，虽然这一点还有待证明。

尽管耐心是价值投资者的一种可靠的力量，但它也会在某些情况下起不到任何作用。价值投资者都是在历史性交易范围的最低点买入股票的，这样即使他们买入的时机过早，损失的也只是机会成本。然而，这一次，金融股票遭受重创，形势继续恶化。历史性交易范围的最低点也降低了，例如房利美公司和房地美公司，这一最低点几乎为零。向价值转变的情况根本就没有发生。

虽然这一次情况不同，但是普泽纳并没有意识到这一点，其他人也没有意识到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普泽纳说："我们所有人都犯了错，而当你发现的一生难逢的好机会结果是一场灾难时，你就会感到惊慌。这会让你怀疑自己之前所做的一切。"后来，普泽纳才看到了他所不能控制的事物的另一面，"我知道杠杆水平不是价值投资者的朋友，但我总以为金融股票不一样。我以后再也不会这样认为了"。相反，他认为"过度的金融杠杆"才是问题所在。有时，你需要强迫自己去想象"一种难以想象的情况"，因为这往往就是实际会发生的。

也许我们从普泽纳的投资经历中可以汲取的教训是，历史可以作为解读事实的参考，但却不能作为解读人们的心理状况的参考。股票的相关图表和数据不能在反映在过去所发生的事情中人们的情绪变化。情绪指标也即市场心理的力量应该是投资评估的一个重要方面。在普泽纳的投资组合中，投资者耐心的缺乏、消极情绪的增加以及美国政府的干涉不仅改变了花旗集团的商业模型，还改变了普泽纳对历史的认识。

普泽纳说，如果现在让他与哥伦比亚大学的学生交谈，那么他就会改变自己的言论。这不是因为那句"现在不同了"从来都不对，而是因为它很少是对的。

普泽纳应该知道，他错就错在很少违背历史。但是我敢以自己的商店、农场和证券投资组合打赌，普泽纳会重新作出正确的投资决策。

投资启示

- **不要认为股票价格下降就等于机会来了。**股票价值不是仅仅靠股票价格及其市场表现来定义的。在一般的情况下，股票价格变动往往是出现问题的征兆，在评估它对股票价值的影响以及判断这种影响是不是永久性的之前，有必要对即将出现的问题进行充分地了解。

- **不是所有大公司的股票都是好股票。**那些历史上经销能力很强的公司不一定有较高的价值。电脑制造商戴尔就是一个很好的例子。这个知名品牌占有很大的市场份额，但是当大部分可以买得起电脑的家庭购买了电脑时，这个产业就达到饱和点了，而这也就是戴尔的股票价值开始下跌的时候。由于公司的发展没有最初几年那么快，因此它的股票也就难以回到曾经的价格水平了。

- **不是所有的股票都与正常收益率相关。**只有当市场开始恢复时，股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常收益率才有可能实现，但人们往往没有意识到这一点。

- **要有耐心**。不要尝试去抓住正在下落的刀。也许价格上涨的股票很诱人，但你要有耐心，等待市场开始恢复，你也许会因此丧失一部分利润，然而也能减少潜在的损失。

- **研究股票会下跌的原因**。仔细地思考一下，为什么这一次股票会下跌。这一次与过去股票下跌的原因一样吗？是历史在不断地重复，还是新的历史被创造出来了？只有当你回答了这些问题之后，你才能预测到市场恢复的潜力。

- **股票的历史表现只是投资时需要考虑的一个方面**。无论如何，在评估是否购买一家公司的股票时，我们会考虑该公司过去的表现，但我们必须清楚的是，那仅仅是供我们参考的一个小方面而已。因为市场状况不能复制，股票过去的表现也不可能再重复。科技创新、激烈的竞争和新的制度等都会改变市场状况，影响公司的表现。人们过去常常说苹果公司的股票“似乎总是在弹跳”。也许这是一件有趣的事情，但是事实上经济的恶化以及史蒂夫·乔布斯的健康状况都对股价产生了影响。由此可见，只观察股票的历史表现并不是一个很好的投资策略。又例如花旗集团，因为全球利率很长一段时间以来持续下降，所以它拓展了自己的业务范围。一旦全球利率回转，花旗集团的财富也会跟着上涨，但是不断新增的制度可能会阻止它回到之前的收益水平。

- **经验很重要**。在以价值投资方法对共同基金进行投资之前，你要确定自己的基金经理对于应对经济周期和市场低迷期有丰富的经验。这虽然不能保证你将投资的基金在市场所有的指标都下降的时候仍不受损失，但至少能使他们所做的决定没那么情绪化。当市场恢复时，你的投资就会收获良好的回报。毕竟，即使是普泽纳这样的传奇投资者也不能操纵一个价值投资者的梦想，尽管他总是能超越其他的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 忠告 8 |

坚持核心的投资风格

培洛顿合伙公司联合创始人 杰夫·格兰特

当杰夫·格兰特还是哥伦比亚大学的学生时，他就在摩根士丹利得到了一份暑期工作。他承认，那时的他对华尔街并没有太多了解。虽然格兰特出生于纽约，但却是在罗得西亚（Rhodesia，如今动荡不安的津巴布韦）长大的，他讲话时也明显带有当地的口音和腔调。格兰特的父母在他 3 岁时就离婚了，为了离家更近一点，他和他的母亲一同回到了美国。尽管这些年格兰特很少见到自己的父亲，但是他们一直保持着密切的联系。18 岁那一年，格兰特应征去参加一场血腥的内战，而正是这场战争标志着少数白人统治在罗得西亚的终结，当地也从此建立了新的制度，并且将国家改名为津巴布韦。但是就在他服兵役之前，他的父亲说服他回到纽约，进入哥伦比亚大学学习。作为美国公民，格兰特最终选择了笔杆子而不是步枪。

不管怎么说，那是一个明智的选择。然而，这也让格兰特从此涉入了一个备受争议的领域，在这一领域的武器不是枪炮，而是金融工具。在投资的战场上，格兰特逐渐了解到策略、风险及绩效是赢得任何战争最根本的 3 个问题。而处理这 3 个问题的方式也很重要，它能在很大程度上决定你的成败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遵循投资风格

投资专家所说的“投资风格”指的是对某种特殊投资策略的偏好或者让钱生钱的哲学。需要注意的是，投资风格并不等同于投资纪律。一种投资风格可能会由选择的金融工具如货币、股票和债券来定义，也可能会由投资的特点来定义，例如增长型投资和价值型投资。因为投资工具和投资的特点通常会引导投资者作出选择。

价值型投资和增长型投资被认为是两种核心投资风格。前者被定义为投资那些其价值被低估的公司，后者则不是重点关注股票的潜在价值，而是偏向那些经济收益比市场的平均收益高的公司。对于潜在投资者来说，他们的投资风格是由基金经理的投资风格、预期的投资风险和基金表现来决定的。而实际上，在潜在投资者和基金经理合伙投资的情况下，潜在投资者才是真正的买家。

对于买家来说，信任是很重要的，具体体现在技术和情感两个方面。这就意味着投资者要有自信，既能够理解和接受特定水平的风险，又要去追求基金的特定表现。基于这种自信，投资者会选定某一种投资方式，而这种投资方式则会贯穿他们的整个证券投资生涯或金融生涯。他们会拿出一些资金来，运用选定的投资风格来投资，作出金融方面的权衡。另外，投资风格也将会影响他们的其他经济行为。

这就是投资者必须了解他们的基金经理的投资风格的原因，也是基金经理向潜在投资者宣传时，要非常小心谨慎地定义自己的投资风格的原因。当然，他们不仅仅会宣传自己的投资风格的抽象概念，还要以经纪人的专业技能作为宣传其投资风格的基础。作为投资者，你可能会购买某位基金经理的某一种特定投资风格，这是因为当你看到这位基金经理以往运用这种风格投资从而获取利润的良好业绩记录时，你便相信了这种风格。那不是因为风险水平减小了，也不是因为你觉得那些基金表现超过了自己的最高期望，而是因为这位基金经理会坚守他的老本行，并且遵循你所购买的投资风格，不会突然飘向另外一个方向，也不会涉足另一种投资风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章的主题是"价值 20 亿美元的损失"，而那正是由于风格漂移所犯下的错误。

成为宏观交易员

格兰特最初想成为一名电气工程师。在哥伦比亚大学时，他集中精力研究应用数学，获得了不少研究成果，而他还参加了壁球队，曾是最优秀的壁球队成员。除了学习这所顶尖大学的必修课程，参加所在学院的政治活动和体育活动之外，格兰特还抽出时间和朋友一起搞起了商业活动，他们向同学们售卖印有哥伦比亚大学校徽的 POLO 衫。格兰特的父亲为拉尔夫·劳伦（Ralph Lauren）和鳄鱼等高档服装品牌制作针织衫，而他成了格兰特他们的供应商。随着需求的增加，格兰特和他的朋友将销售范围扩大到了哥伦比亚大学之外，甚至纽约之外。尽管如今这种商业活动仍然很兴盛，但是格兰特却不再涉足这一领域了。因为他在上大学时得到了教授的推荐，获得了进入摩根士丹利这一位于华尔街的公司进行暑期实习的宝贵机会，于是他放弃了自己的衬衣事业。

由于一直生活在距离金融中心几千公里之外的地方，加之纽约对格兰特来说相对陌生，他并不知道摩根士丹利究竟是起源于乔·摩根（Joe Morgan）还是 J. P. 摩根（J. P. Morgan）。不过，他很快就明白了，自己进入了投资银行的世界，并且他非常喜欢这份工作。他在金融计划部门担任分析师，主要任务是思考经济的低效率问题。作为该部门的一员，格兰特的潜能很快就得到了公司管理者的赏识。于是，暑期聘用转变成为兼职，一旦学校放假了，格兰特就到摩根士丹利继续他的工作。毕业之后，格兰特的这份兼职工作则换来了一份全职工作。

摩根士丹利只招收具有商业管理学士学位的员工，不招收具有硕士学位的员工。员工进入公司之后，公司会先为他们提供两年的分析师培训，然后再让他们进入商学院学习，在实践的同时获得毕业证书。格兰特本来可以获得毕业证书的，但是他在完成货币部门的一个项目时，因为其优异的表现给他所在部门的部长、摩根士丹利后来的总裁佐薇·克鲁兹（Zoe Cruz）留下了深刻的印象。于是，克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲁兹让格兰特留下来为她工作。寻求阿尔法的克鲁兹被人们称为“克鲁兹导弹”，也被视为外汇交易专家，也正是从这位专家身上，格兰特逐渐了解了商业领域的相关知识。负责世界货币交易工作的员工接受到的培训是其他工作部门的员工所无法比拟的，那是一种更加严格的教育，能让受训者学到更多的东西。在接受培训的过程中，格兰特证明了自己具有独特的商业天赋，还表现出了对商业的高度热情。虽然格兰特没有工商管理硕士学位，或者说正是因为没有这一学位，他才在公司得到了更加公平公正的晋升机会。1987 年，也就是在他进入摩根士丹利仅仅 5 年之后，克鲁兹安排他前往东京，负责创办并运营公司的外贸交易在东京的派生交易。

这是一份令人兴奋的工作，格兰特所需肩负的责任巨大。于是，一接到命令，格兰特就立即飞往东京，扩展摩根士丹利在东京这个世界主要金融中心的股市中所占的份额，扩展公司的业务范围，并且进一步提高公司的信誉。格兰特获得的这些引人注目的成绩给全球市场都带来了影响。

劳伊德·布兰克芬（Lloyd Blankfein）非常赏识格兰特的作为，他是高盛集团的合伙人，后来升任为首席执行官。格兰特在东京工作两年后，布兰克芬设法让他离开了摩根士丹利并聘用他到高盛集团工作，还为他分派了一项很重要的任务。布兰克芬希望将格兰特派到英国，去经营总部位于纽约的高盛集团的欧洲货币期权业务。格兰特对布兰克芬向他提议的这份新工作进行了一番深思熟虑，他对摩根士丹利以及克鲁兹非常忠诚，他喜欢这家公司，也热爱自己的工作。然而，最终由于高盛集团向他提出无法拒绝的诱人条件——他负责的区域并不局限于伦敦，而是整个世界，格兰特于是在 1989 年来到了伦敦，开始了自己全新的工作。

在接下来的 14 年中，格兰特一直在高盛集团工作。起初他负责管理欧洲货币期权业务，随后负责全球外汇交易期权业务，最终他成了高盛集团全球外汇交易的主管。由于所有权贸易被包含在外汇交易之内，所以格兰特也是高盛集团伦敦地区的总裁，直接负责管理公司的巨额账目。众所周知，自营部门的“资产并不集中”，然而“所有的事情都是有风险的”，格兰特如是说。在其他投资银行家（大多数为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争者）申请高盛集团的自营贷款，将公司转变成“打了鸡血似的对冲基金”时，格兰特会及时处理那些风险。这大概也是格兰特为什么会成为高盛集团的其中一位承担的风险最大、最赚钱的风险承担者的原因。他在贸易领域打拼了 14 年，其中只有两年亏损，一年无亏盈，其他 11 年都获得了很不错的收益。

1996 年，格兰特成为高盛集团的合伙人，1999 年公司上市之后，他获得了丰厚的回报。但是在 2004 年，格兰特和他的妻子开始考虑回到美国。他们的长期打算是让自己的 5 个孩子将来在美国读大学，而且他们最大的孩子也已经到了就读高中的年龄，所以现在就到了决定是否要跨越大西洋回到美国的时刻了。

那时的格兰特差不多 45 岁，他也感觉到“自己已经工作多年了”，即便他很喜欢从事贸易这个行业。此外，格兰特的这种感觉越来越清晰，任何人在职业生涯的这一阶段都会有这种感觉，高盛集团的高层管理者希望格兰特接下来从事一份更偏向管理的工作，而这并不是格兰特特别想要的工作。

2004 年夏天，格兰特最大的孩子去加利福尼亚州参加网球集训营，其他家庭则成员一起陪他到了这个“黄金州”。那里辽阔的海滩、晴朗的阳光和多阴雨天气的伦敦比起来，对格兰特一家不失为一种诱惑。格兰特一家特别喜欢圣巴巴拉市（Santa Barbara）这一带，除了喜欢这里的阳光充裕的沙滩和丛林密布的圣伊内斯山（Santa Ynez Mountaints）外，他们还喜欢那种远离喧闹拥挤的全球经济中心的安逸、恬淡的生活。

交易员，尤其是像格兰特这样优秀的交易员知道何时该遵从他们的直觉。这种直觉源于丰富的经验，也可能源于基因遗传。那个夏天，直觉似乎一直召唤着格兰特一家。他们遵从了自己的直觉，决定无论如何也要举家搬迁到加利福尼亚州。于是，他们返回英国整理了行李。由于格兰特和他的妻子都出生在美国，这对他们来说是回归到自己的祖国。对他们的孩子来说，将会生活得更有保障。而对于格兰特个人来说，搬到圣巴巴拉市能化解自己对于未来的困惑：在决定搬家的同时，格兰特也作出了一个决定，那便是他将会在年底退休，并且会在一年后再开始他下一个阶段的职业生涯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风格漂移与巅峰投资

罗恩·贝勒（Ron Beller）曾是高盛集团的合伙人、主管，也是前任主管的丈夫。当格兰特负责监管全球外汇交易和宏观贸易自营部门时，他则负责管理固定收入、货币以及伦敦市场的商品销售部门。简单来说，贝勒的团队负责让顾客的钱流入公司，而格兰特负责运用高盛集团的自有资产进行投资。

贝勒对格兰特在2004年所遇到的难题“下一步该做什么”深有体会。在此之前，贝勒也曾遇到过这个问题。那是在2001年他离开高盛集团之后，深受他的妻子信赖的个人助理欺骗了这对伦敦夫妇，并从公司卷款数百万美元潜逃。人们从一些声名狼藉的伦敦小报上对这件事的细节有了一些了解，因此当伦敦法庭对这一案件进行审判时，引来了公众的高度关注。毫无疑问，这对身在异国的贝勒夫妇来说，是一个不小的耻辱，不仅仅因为窃贼的手段高明，还因为他们在这两年里丝毫没有觉察到自己的公司出了什么差错。这对来自异国、拥有巨额财富的夫妇同样也没有意识到他们的这笔损失相当于大多数英国人一生所挣到的财富。而当英国广播公司播出了一档以儿童猥亵事件为主题的节目后，贝勒夫妇认为这档节目非常有意义。于是，贝勒的妻子珍妮弗·摩西（Jennifer Moses）创立了一家国际儿童慈善机构。而纽约市长迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）视贝勒为非常具有影响力的商人予以聘用，因此贝勒决定返回纽约，帮助其筹划纽约各大学校的改革。

2005年，贝勒再一次回到了金融界，这次他选择的金融工具是对冲基金。贝勒认为，如果对冲基金失败，那是因为缺乏对销售、运营、风险管理、增长策略和公共关系等方面的关注。在帮助高盛集团创办并经营业务时，贝勒发现了对这些方面的关注给自己带来的机会。他的想法是由两位能力相当的领导者创立一项基金，一位是他自己，负责招商引资这一方面，另一位是交易方面的专家。考虑到这一点，他找到了格兰特。

“那对我来说有点早”，格兰特对贝勒的提议如是说道。格兰特于2004年年底才刚刚离开高盛集团，全家也刚在加利福尼亚州安顿下来。但是，他被贝勒的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想法吸引住了，因为这样一来，这两个合作伙伴就可以把各自的专业知识结合起来。他相信，和贝勒进行合作确实可以创办一家与众不同的公司。尽管这两个人一个在伦敦时髦的苏活区（Soho），另外一个在怡人的加利福尼亚州，他们的合作需要跨越 9 600 公里的距离，但是他们也知道在这个无限可能的时代，一切都那么方便，更不用说飞机给人们的生活带来了那么多的便利。他们相信，遥远的距离可以通过科技来解决，而其他的实际问题也都会得到解决。

最终，格兰特觉得这个提议还是很令人兴奋的。于是，他决定和贝勒合作做对冲基金，这一事业重新燃起了他们的热情。贝勒建议将公司取名为“培洛顿合伙公司”（Peloton Partners），这个名字源于鸟群在天空中飞翔时形成的 V 型排列，它们利用气流来减少风力摩擦从而引领群雄，耐力自行车手们也曾吸收借鉴了这一仿生学原理。

培洛顿合伙公司于 2005 年 6 月作为一家宏观基金公司正式成立了，这实际上是属于格兰特自己的公司。在内容涵盖广泛的对冲基金授权管理中，宏观贸易基金旨在从宏观经济事件——利率变化、货币冲击、股市和债券的变化中获取利益，那也就意味着它可以在所有的市场中参股，例如普通股、债券、货币和商品，通常还需要充分利用一些量化模型。另外，投资选择的流程也是公式化的，以便从低效率的市场定价中获益。由于这一流程包含大量的数学成分，而数学建模正是格兰特所擅长的。因此，培洛顿公司第一天筹集的资本就达到了 5 亿美元，在刚开始的 6 个月中，他们又轻而易举地筹集了 5 亿美元。显然，投资者们都急于信赖格兰特和贝勒，即便是那些精英投资者也一样，他们都排队想投资这家公司。这一切似乎都说明格兰特和贝勒这一商务专家和交易专家的联合是卓有成效的。

至少在培洛顿公司成立之初时，这一联合确实很有成效。

“我们在最初的 6~8 个月内经营得非常好，”格兰特说道，“当然，2005 年年底，对冲基金的火热程度到达了顶点。”这一切都要归功于贝勒“作为一个倡导者和营销人员所做的积极有效的努力”以及格兰特在交易方面的悟性。就像合作伙伴能在彼此的协助下更加轻松地完成一项任务一样，贝勒和格兰特的合作收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获了回报——源源不断的利润。在 2005 年最后的 6 个月，也就是培洛顿公司成立之后的半年的时间内，宏观基金上涨了约 10%，并且“每年以 20% 左右的速度增长，”格兰特回忆道。

在 2006 年的前几个星期，格兰特曾生动地描述道：“我们迎来了资金的洪流，在我们的管理之下，公司资产从 10 亿美元迅速增长到了 20 亿美元。”在当年前 6 个月中，宏观基金的增长率为 5%，年度增长率为 12%，用格兰特的话来说，这一切“非常完美”。收益的迅速增长让他们无比激动和喜悦。显然，他们的心态也很乐观。丰厚的资产被转变成了他们两个人以及职员们的工资。而他们所做的交易遍布高档消费圈，从伦敦苏活区到圣巴巴拉市，格兰特和贝勒势不可挡，创造出巨额财富。

市场却是不断变化的。2006 年，传统的全球宏观投资变得很艰难。“所有资本类别的活跃度都出现了显著下降，”格兰特回忆道，“而这对我的宏观投资策略而言，条件就变得极为恶劣了。”那是因为所有的交易者尤其是宏观贸易者都在动荡的市场中活跃了起来。在这个市场中，他们不仅可以举债，还可以从金融工具价格的快速变化中赚取利润，而资本活跃度的下降则相应减少了他们的获利机会。

考虑到越来越难以调控的市场环境以及培洛顿公司越来越多的资金，贝勒认为，公司应该拓宽其资产基础，建立一只多策略基金。最终，公司增加了一支负责普通股的团队，一支负责贷款的团队，一支系统化的交易团队和一支负责 ABS 基金——资产支持证券（asset-backed securities）的团队，那时 ABS 基金是世界资产市场中增长最快的基金。尽管这只基金增加了公司获利的可能性，但也毫无疑问增加了另外一个层面上的挑战。因为创立一家新的公司要面临很多问题，而运作多种策略和管理不同的风险则必然会使得问题更为复杂化。于是，培洛顿公司决定加强对后台管理系统的维护，它从刚刚上市时一家只有 8 名基金经理和 15 个后台管理人员的小型公司，成为了拥有 30 名基金经理和大量后台管理人员的公司。在公司的顶峰时刻，其操作系统由管理及事务部门的 85 位顶尖级专业人员来运作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

培洛顿合伙公司确实曾达到了一个颇为辉煌的巅峰时刻。

使培洛顿公司的发展达到顶峰的是其多策略基金中的 ABS 基金。该公司的许多策略基金在 2006 年一直处于不太平稳的状态：普通股损失了一些，债券也只是收益了一点点，宏观基金则基本上处于不盈不亏的状态，而 ABS 基金却"一切进展顺利"，只要 ABS 基金能够得到 4% 的回报，那么公司基金的整体回报率就是正的。原因很简单，由于培洛顿公司认定次级贷款利率会暴跌，因此它就以空头销售那些评级为 BBB 且风险最高的证券。公司内部的策略专家也推论：如果投资者突然对风险资产产生担忧，那么他们就会为了一只评级为 AAA 的证券而舍弃这些资产，因此培洛顿公司将精力更多地转移到另外一种贸易层面上，以期获得这样的证券。

市场萧条时会发生的典型情况是：投资者会为了高评级的投资而套利风险，这就是所谓的"安全投资转移"（flight to quality）。然而，在次级贷款市场中，安全投资转移绝对不会非常顺利，因为投资于次级贷款的基金公司不仅开始出售 BBB 级的证券，也开始出售评级为 AAA 的证券。

对于贝勒和培洛顿公司的基金经理来说，抛售证券就像将婴儿和洗澡水一起倒掉一样，但是这也意味着可以用罕见的低廉价格获得高评级的 AAA 级的证券。公司管理层相信，廉价抛售在投资者再次购买证券并使得其价格上升之前将会持续一段时间。基于此，在投资者们平仓时，培洛顿公司持续购买低价 AAA 级抵押证券，同时卖空 BBB 级证券。这样一来，公司的 AAA 级证券的多头交易就对冲了 BBB 级证券的空头交易，也就可以防止公司的策略制定者担心这些低端证券的价值持续降低。如果 BBB 级证券的价值下降趋势开始逆转，那么 AAA 级证券当然也会出现这种情况。因为传统观点认为，更受欢迎的证券往往表现得更好。毕竟，这是对冲基金应该做的，所以这似乎是一个谨慎的策略。

这就是培洛顿公司之所以下这一赌注的理由。当时，格兰特很乐意承认他们下了这一赌注，"从风险和回报的角度来看，这一策略很吸引人"。2006 年 12 月，培洛顿公司创办了第二只基金，并将其仅投资于 ABS 基金。这只新基金中有 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元来自于多策略基金，另外还有一些资金来自于外部投资者们。至此，培洛顿公司活跃的 ABS 基金就只有这只了，它由彼得·霍华德（Peter Howard）和戴维·沃斯顿（David Waston）共同管理，这两人是该领域颇具经验的专家。

用格兰特的话来形容，这只基金的推出“异常成功”，随着美国的次级贷款市场开始萧条，培洛顿公司逐渐赢回了它的赌注：BBB 级证券价格暴跌。由于以较为稳定的 AAA 级证券作为借贷者们的抵押品，公司能持续地对 ABS 基金进行杠杆化，这样就提高了该基金的回报率，而且在这一过程中，公司也吸引了更多的投资者投资于这一基金。

2007 年，培洛顿公司的 ABS 基金获得了 87% 的回报率，它的多策略基金也运营得非常好，回报率为 34%，而这其中有一部分原因要归于公司对 ABS 基金的投资。但是，无论如何，ABS 基金是主角，它具有绝对的优势。

格兰特说，大多数基金投资者——“一个由一群非常精明的投资者组成的团体”对这些结果相当满意。培洛顿公司小心谨慎地为这些客户服务，尽其所能地为他们提供不断更新的基金信息。其中有一个投资者即高盛集团于 2007 年夏天退出了培洛顿公司。它的退出并不是由于对回报不满意，而是一个策略性的决定：培洛顿公司的宏观基金是吸引高盛集团最初对其投资的一点，但是由于这一主要策略几乎完全被 ABS 基金取代了，培洛顿公司就不再适合高盛集团的整体投资组合了。换句话说，这就是风格漂移的一种情况，正是培洛顿公司的风格漂移使得高盛集团选择了退出，并且还有几个投资者也是因为这个原因选择了退出。虽然培洛顿公司可以为投资者们带来惊人的回报，但是这些投资者却并不买 ABS 基金的账。另外，风格漂移还标志着风险概率的变化，而这样的风险概率是他们所不想承担的。尽管惊人的回报是个巨大的诱惑，但是高盛集团和那些同样选择退出的投资者们都不愿意违背自己的投资法则。

对于培洛顿公司的大多数投资者来说，高回报始终具有强大的说服力。那么这是一个有关贪婪压倒了判断力的问题吗？这倒不一定。格兰特和贝勒有非凡的才华，也都具有良好的投资记录，他们的公司同样因为汇聚了诸多投资天才而享

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有盛名。对于每一种新策略，他们都会招聘受过良好培训、颇具经验且热情的基金经理对其进行管理。因此，一个从 ABS 基金的成功中得到启示的投资者至少不会在投资中感到迷惑。由于 ABS 基金使培洛顿公司获得了丰厚的回报，该公司也就成为了对冲基金领域的大赢家。

作为培洛顿公司在伦敦总部的代言人，贝勒似乎无处不在。尽管他和他多才多艺的妻子是外籍，但他们在慈善、艺术甚至是政治领域，都表现得非常活跃。作为公司董事会成员，他们与伦敦一些具有较高声望的精英和贵族交往密切。总之，贝勒夫妇使得公司的形象得到了更好的体现。那是一种崭新、睿智，又有一点异国情调的形象，在英国人的眼中，这家公司“与众不同”。同样，培洛顿公司的总部设立在伦敦苏活区的一座具有北非风格的玻璃建筑里，那里汇集了众多精英，大楼里有许多休闲活动区，空间非常开阔。至于设立在加利福尼亚州的公司的分部，它的休闲文化以及对创新的追求似乎彰显了其勇于革新和简洁的精神，展现了其看待世界的新方式以及经商的新理念。

格兰特和所有在圣巴巴拉的团队成员都与其他人一样对 ABS 基金的成功感到异常兴奋。如果格兰特有任何担忧的话，事实上不能将其称为担忧，那便是他对 ABS 基金开始“压倒其他基金”感到心神不宁。

“除此之外什么都不重要了，”格兰特说，“在市场暴跌的情况下，有这么多的资金流入，这是史无前例的。它使得培洛顿公司的其他所有的活动都显得黯然失色。”

对于格兰特来说，这一事实实际上既令他沮丧又令他有些失望。“我离开高盛集团的原因之一，”格兰特回忆说，“是我希望自己可以集中做交易这方面的工作，而不用负责管理大量人员。”然而，一直到 2007 年年中，他在培洛顿公司做的都是人员管理工作。

“交易不是一项爱好，”格兰特说，他几乎付出了自己所有的时间和精力在“除了交易以外的所有策略的制定上”，尤其是 ABS 基金策略的制定上，而没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间去做自己真正喜欢的事情。“我必须停止用自己的账户交易。”格兰特失望地说道。这是一种典型的风格漂移，违背了基金设立的目的，也偏离了格兰特的核心专业知识。然而在87%的高回报率下，这一点难以争辩，尤其是刚进入2008年时，“公司拥有了10亿美元这一大笔资金，这些资金本应足以应对任何追加保证金的要求”。

2008年1月24日，金融学界的权威人士以及世界各国的政府高官和名人等一千多位重要人物聚集在伦敦著名的梅菲尔区（Mayfair）的中心豪华的格罗夫纳酒店（Grosvenor House Hotel），参加《欧洲对冲》杂志（*EuroHedge*）的颁奖晚宴。培洛顿公司在这次颁奖典礼中获得了2007年的“年度新基金奖”和“年度对冲基金奖”两项大奖。

在仅仅几个星期之后，这一切都将突然破灭，并且破灭得格外引人注目。

ABS基金

要解释资产支持证券（asset-backed securities, ABS），我们就需要从资产方面开始说起。能够进行资产证券化的资产主要来自于这些普通的应收账款——信用卡还款、按揭贷款、房屋净值贷款、汽车贷款或者娱乐工具贷款如航空器租赁和电影产业的收入，等等。这些贷款被汇集到资产池中，被打包和证券化，也就是说将它们作为证券抵押品，在市场上销售或者作为私人配售。ABS基金还是储蓄机构和企业通过抵押资产来“溶解”资产负债表和产生现金流的一种渠道。2005年，美国证券交易委员会颁布了《AB规则》（*Regulation AB*），即最后确定下来的ABS基金的发行制度。以下就是美国证券交易委员会对ABS基金给出的定义及相关描述：

> 资产支持证券是一种以自动偿付的金融资产汇成资产池作为支持而发行的证券。资产支持证券是一种金融工具，在很多情况下金融资产自身流动性比较弱，它们只能通过汇成资产池来转变成为一种在资本市场上可以销售的工具。在一种基本的证券结构中，其实体通常是一家被称作是“保证人”的金融机构，该机构往往直接地或者通过隶属机构获得各种金融资产，例如抵押贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后再次直接地或者通过隶属机构向某种发行以这些金融资产作为担保基础的证券的特设投资载体出售这些金融资产，而最后发行的证券就被称为资产支持证券。资产支持证券的付款主要依赖于支持证券的基础资产池所产生的现金流，并且还依赖于其他的保证及时付款的认股权，例如流动性设施、流动性抵押品或者具有能提高信用等级的产品。在许多其他方面，资产支持证券的结构会有意将 ABS 基金的投资者与那些可以产生或获得金融资产的企业信贷风险的保证人隔离开来。

令人瞠目结舌的突然破灭

自始至终，培洛顿公司发行 ABS 基金的策略是：在 ABS 基金中做空低信用等级的 BBB 级按揭支持证券，并且将赌注押在高信用等级的 AAA 级按揭支持证券上。AAA 的信用等级使得这种手段相对安全，因为这种抵押证券的持有者无法偿还分期付款的可能性很小。毕竟，并不是只有一个，也并不是只有两个，而是有三个顶级标志，这就意味着市场对于基本信贷的绝对安全性是有保证的。这种信贷仅仅会提供给世界上管理最完善、融资最安全且流动性最强的公司，而它们都具有有关承担发行债券和证券工具（如 ABS 基金）相关义务的无懈可击的认定证书。

培洛顿公司之所以会犯下错误并不是由于杠杆化的规模不合适或者不合时宜。格兰特回忆道，2008 年年初，培洛顿公司的 ABS 基金“有 7~9 倍的杠杆化率，这在当时看起来并没有什么不妥之处”。那仅仅意味着培洛顿公司每投资 1 美元，就会借贷 7~9 美元。而在雷曼兄弟公司申请破产的前夕，它的杠杆化率为 50 倍。

从一个更广的视角来看，评级为 BBB 的 ABS 基金的交易价格是 10 美分，那是“绝对行不通”的。格兰特说，“但是 AAA 级却可以”，如果它的价格为 80~90 美分，那可真是太好了，至少到目前为止是这样的。但是，2008 年年初，支持评级为 AAA 的 ABS 基金的评估基础开始下跌，然后迅速恶化，使得 AAA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级基金也开始每况愈下。空头策略仍继续发挥着作用，BBB 级的 ABS 基金价格下降到几美分，并一直保持在这一水平。但是，AAA 级的 ABS 基金却开始变得不堪一击，它的最高价和最低价的差距超过了其历史变化范围，这就形成了一种无法维持的状态。当这些拥有顶级信用评级的 ABS 基金的价格开始下跌，且下跌速度越来越快时，资产组合中的空头交易方面却没有任何东西可以抵消或者对冲这一下跌势头。

这种恐慌似乎笼罩了整个市场。许多 ABS 基金投资者开始拼命为自己寻找逃离市场的出口。然而，这个出口不是培洛顿公司。该公司的 ABS 基金经理霍华德长久以来事业发展都很顺利，并且他也将自己的财产投入了 ABS 基金中，他相信现在抛售会很快触底，所以培洛顿公司还没有采取任何行动，尽管公司的 ABX 即资产支持证券指数（index of asset-backed securities）仍然还很活跃，但是格兰特说："市场双方有时候都会运用这些指数对冲潜在的头寸。"

即使是在全球信贷危机不断恶化的情况下，ABS 基金的销售却仍在持续进行。如今，培洛顿公司的金融合约方，也就是为这笔基金提供资金支持的银行以及主要的经纪人开始做在这种情况下合约方通常都会做的事情。尽管他们在梅菲尔颁奖晚宴上给培洛顿公司的管理者敬酒，但是他们仍然丝毫不放松自己的保证金贷款要求——在公司面临损失的情况下，提出要求公司支付更多的保证金；在基金的投资价值下降的情况下，要求更多的抵押品。这些严格的保证金贷款要求"极为高效地吸收了除基金以外的额外现金的 50%~60%，"格兰特如是说。

可以说，这是培洛顿公司的出借者的自营交易部门的一种蓄意的行为吗？是的，我们可以这样认为。由于这些出借者能够得到他们的"客户"的交易账单，因此也就能很快找到机会进一步削弱培洛顿公司的基金，并从这一危机中获益。只需要制定一个更具有攻击性的新的保证金贷款要求，他们就可以迫使培洛顿公司低价抛售其基金。那么谁会在大甩卖时购买这些证券呢？当然是出借者他们自己了，而事实也确实是这样的。

2008 年 2 月，格兰特和贝勒以及培洛顿公司的其他员工开始疯狂地寻求解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决这场不断恶化的危机的方法，他们甚至请求与其竞争的对冲基金给他们提供一些紧急救助金，这一切似乎意味着他们真的可以悄悄地逃出这个枷锁一样。在华盛顿诞辰纪念日那天，格兰特没有休息。为了寻求解救问题的方法，他火速飞往伦敦，和贝勒一起度过了不休不眠的一周。即使他们接下来的日子一直都在为解决问题而忙碌着，没有足够的时间休息，但是 2 月 29 日，培洛顿公司还是以向公众宣布低价清算 ABS 基金而告终。

"市场变动并没有让我们无路可退，"格兰特说，"是融资扼杀了基金，保证金要求从 3% 升至 25%。正是这一点扼杀了培洛顿公司。"

"Gobsmacked"（瞠目结舌）是一种非常英国化的表达方式，意思是起初并没有意识到危机的来临，而最终却突然感受到了危机。这就是此次危机给格兰特带来的感觉，在 2 月的前两个星期培洛顿公司就损失了 20 亿美元的情况下，他几乎绝望了。那是在公司的证券投资达到了 1 月份的两倍之后——在仅仅 14 天之内，又翻了一倍。而每拓展一项投资就意味着需要更多的现金注入。

当格兰特称这次经历为"悲剧"时，他的语气是悲伤的而不是愤怒的。每当回忆起这段经历时，他都希望"解围之神"真的存在，而那些阴谋诡计之类的事物并不存在。解围之神俯瞰着这一切，并伸出援助之手，提供一个解救他们所有人的方法——"我们可以采用第 11 章提到的一些方法，在进行有序清算时，设法让债权人不再提出更多要求。"这种破产规定能使资金有序的流动成为可能，"可以回收面值的 70%~75%，"格兰特很相信这一点。但是，有序的资金流动并不会出现在信用卡上，信用卡并不是所有资金流通的渠道。

银行则是这些资金流通的渠道。在培洛顿公司进行基金清算的过程中，有 14 家银行负责评估那些需要被清算的债券的价值。在标准的价值评估过程（在最初的借贷协议中有规定）中，作为金融合约方，投资银行要选择 3 个独立的经销商，并要求每一个经销商都对资产进行竞标。然后银行会选择竞标价格为中间价的那个经销商，即作出折中选择。从本质上来说，银行的利益追求往往导致出现 3 个很低的价格的竞标，这样也就人为地降低了购买价格。这也正是培洛顿公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司所遇到的情况。银行对保证金的要求是将公司的抵押品以低价卖出去，在大多数情况下则是卖给他们自己，以此来抵公司需要缴的保证金。6个星期之后，大多数债券就这样重新获得了较高的价值。然而，全球化的萧条事实上加速了所有金融工具的衰退，所以它们的价值也就再次跳水了。

当有序清算被无序清算所取代时，灾难也就随之到来了。格兰特说："这并没有挽救的方法。"

培洛顿公司的三年沉浮 时间表

2005年6月 培洛顿公司成立。

2005年12月 前6个月宏观基金上涨了10%。

2006年6月 宏观基金获得了12%的年回报率。格兰特和贝勒创立了多策略基金，这一基金主要以ABS基金为后盾。

2006年12月 推出单独的ABS基金，并采取卖空低信用等级的按揭支持证券，长期持有高信用等级的按揭支持证券的策略。

2007年夏季 虽然ABS基金获得了87%的高回报率，但是培洛顿公司的一位投资者——高盛集团却选择了退出。

2008年1月24日 培洛顿公司被《欧洲对冲》杂志授予"年度对冲基金奖"。

2008年2月 培洛顿公司高信用等级的ABS基金开始下跌，作为主要的利润获得者，该公司在两个星期之内损失了20亿美元。

2008年2月29日 培洛顿公司宣布清算ABS基金。

漂移、不安与灾难

毫无疑问，培洛顿公司犯了一个投资上的错误。随着危机不断持续和恶化，那些在次贷危机早期时运行良好的策略促成了一场灾难。培洛顿公司所下的赌注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即做空评级为 BBB 的证券的策略进行得很顺利。而另外一个赌注——做一只高信用等级的对冲基金，却出现了问题。

格兰特并不是没有发现它出了问题。毕竟，是他直接负责管理的多策略基金滋生了 ABS 基金，并且公司为此花费了 5 亿美元的资金。当这一赌注的价值翻倍时，格兰特对在这种情况下暴露出的不安定因素曾感到不安。他也注意到了按揭支持证券市场的波动大大增加了 ABS 基金需要面对的风险。2007 年夏季，格兰特作为首席投资官指导实施一项补救措施，在 9 月挽回 ABS 基金中的 2.5 亿美元，在 12 月再次挽回另外一半损失的资金。第 3 次挽回措施则被安排在 2008 年 3 月进行，可是到了那个时候，所有的一切都已经结束了。

“回想起来，”格兰特说，“当市场还具有流动性时，我们本应该抛出一些 AAA 级证券——这可能要回溯到 2007 年的第四季度，当时 BBB 级证券已经失去了价值，那时大概是在 8 月或 9 月。如果我们当时那样做了，或许还可能会卖出很大一笔头寸。我们都为自己没有这么做而后悔不已。”

格兰特说：“没有人意识到资金正在慢慢枯竭，一旦其完全枯竭时，我们也已经没有时间来挽救了。”

格兰特也承认，和贝勒的远距离合作还是存在一些问题的。从表面上看来，商业精英和交易专家的联合非常完美，并且在合作的起初阶段确实起到了很好的效果，他们的合作也真的碰撞出了一些火花。就像格兰特所说，“雇用一支 ABS 基金团队就等于同时雇用了一支能做业务决策或交易决策的团队吗？ ABS 基金的相关业务决策是在这只基金非常火热的情况下制定的”，这一点是正确的，但决策难道就应该仅由合作关系中的主要的一方来制定吗？当然，贝勒在创办公司这方面做得很好。而一只新基金的建立似乎才是对冲基金公司运行良好的具体表现。尽管格兰特从交易和风险管理的层面上暗示贝勒，如果由他来主导，作出的决策就可能大不相同，但那是一个难以实现的要求，这也在一定程度上解释了为什么这两个合作伙伴之间的关系会开始变得紧张。格兰特也曾犹豫过要不要完全潜入 ABS 基金中，以要求贝勒对于公司的成功所做的不公平的功劳分配作出解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释。因为贝勒独自去参加了《欧洲对冲》杂志举办的颁奖盛宴，并接受其对培洛顿公司的颁奖，而这时格兰特却待在圣巴巴拉市。

事实上，格兰特和贝勒早就对改变他们的合作模式进行过讨论。就如格兰特指出的一样，贝勒将自己视为ABS基金的“建筑师”，霍华德则是该基金的“驱动者”。这样说来，他们两个就是培洛顿公司最主要的功臣，而格兰特和他的宏观基金没有起到什么作用。格兰特说：“贝勒的理念是‘以一种我可能不太感兴趣的方式’来重组公司的所有权结构。”在某种意义上，格兰特回到了培洛顿公司创立之前的情况，他开始思考自己的事业之路接下来该怎么走。“霍华德的侧面位置很重要，贝勒则是位于正前方的那个人，而我想回去继续做宏观交易，”当提到ABS基金经理霍华德、贝勒和他自己时，格兰特这样说道。“我的生命被ABS基金持续消耗着，”当说到这点时，他并没有显示出不高兴来，“当ABS基金进展顺利时，在他们看来那并不是我的交易起了作用，或者说不是我的成功，虽然那种夺目的光彩确实也照耀到了我。但是，当ABS基金开始衰退时，我却被推到了前方，成了那个核心人物。”对此，他也并没有很明确地表现出抱怨的情绪，而是说：“那最终成了我应负的责任，”而他则坦然承担起这份责任，当这场灾难来袭时，“在《华尔街日报》上将会出现我的名字，事实上真的是这样”。

尽管如此，培洛顿公司犯下的价值20亿美元的错误并不是赌注下得太大导致的，也不是管理层之间已出现裂痕的关系导致的，而是由一些更加基本的问题导致的。

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

错在哪里

培洛顿公司所犯的最根本的错误，即导致了公司走向破产的根本原因就是风格漂移。我们已经说过，投资风格是指基金经理兜售给潜在投资者的一种交易风格。它代表了基金经理的专业知识，这一点通过他或她的业绩记录就可以得到证明，也代表了他或她接下来将要采取的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风格漂移会使基金经理的专业知识和采取的策略难以发挥作用。简单地说，一位价值型基金经理转向增长型投资实际上意味着他进入了一个全新的领域，一个他不熟悉的领域。因此，即使在这个新领域的最低的层次上，能够精通多种金融工具或作出各种适宜的策略的投资者也是少之又少的。金融世界是异常复杂和令人费解的。这是什么原因呢？发现价值被低估的资产即进行价值投资所需要的知识、洞察力、经验和判断力与发现增长型投资所需要的这些要素的种类和性质都大相径庭。

同样，在投资股市时，你所需要进行的分析也和投资债券时你需要做的分析完全不同。前者要求获取公司股票发行的综合信息，其中包括公司的管理状况、竞争优势、产品状况和运作模式等，并判断股票价格是否切实地反映出了机会和风险。与此相反，债券的分析则主要集中在公司的资产负债表上，即使公司的新产品是无用品，只要有足够的现金作为收益资产，购买这样的债券就将是一项很好的投资。另外，作为一个债券投资者，他们寻求的是低风险、低收益，所以会很乐意做出这种投资。

舍弃一种你所熟悉的投资风格就意味着走进了一块未知的风险领地，确切地说，每一个资产类别和投资策略都具有自己独特的风险属性。众所周知，不了解特定投资风格背后的风险可能会使你犯下一个致命的错误。不幸的是，除非灾难真的发生，否则你不会意识到自己犯下的错误。

正是风格漂移拖垮了培洛顿公司。培洛顿公司起初只有首席投资官格兰特这一位多策略投资专家，从事他所擅长的宏观交易。后来，公司决定进军 ABS 基金，格兰特尽管对这一领域比较熟悉，但并不是特别专业。因此，公司的这部分业务很快就被从格兰特的管理权限中分离出去，或者说不经由他管理。于是，格兰特只能将关注重点放在多策略基金上，而商务专家贝勒以及资产支持证券方面的专家霍华德则负责监管 ABS 基金的管理和风险控制。

当《欧洲对冲》杂志举办的颁奖盛宴在 2008 年 1 月底即将来临时，前去领奖的主角只能是两个合伙人中的一个。作为 ABS 基金的“建筑师”贝勒认为自己是 2007 年培洛顿公司创造超高回报率的唯一功臣。因此他认为自己理所当然地应该获得公司利润的最大份额，或者说至少格兰特不应该和他平等地享有这些利润。而格兰特对这一问题所激发的争论没有兴趣，并且开始考虑凭借自己的一技之长打造出一片天地，或许他早就该这么做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格兰特其实也并非不该受到指责。他承认，自己也享有了一些 ABS 基金所产生的收益，但他并没有很清楚地了解到这些收益是怎么产生的。虽然他认为收益结果并不能说明基金的整体状况，“我自己深陷其中，”他说，“很难不是这样。”是的，正如格兰特所言，投资者很容易“陷入对潜在的警告信号视而不见的状态。”他正是如此。他说：“我们很难在一切都那么成功时，意识到自己失去了长远的目光。”对于格兰特而言，这是一种教训，让他明白客观的重要性。同时也让他明白，要更加注重过程的客观性而不能仅仅受到结果的迷惑。

我是怎么看待培洛顿公司犯下的错误呢？如果它能坚持自己的原则，没有偏离最初兜售给交易者的交易风格的话，那么它或许如今仍然在正常运转。格兰特在进入培洛顿公司之前的 14 年的宏观交易的光辉业绩给予了这一结论以有力的支持。在培洛顿公司的这 3 年里，他所负责的那一部分业务一直运行得很好。

至少有一位投资者明白这一点。那就是高盛集团，贝勒和格兰特都曾经为之效命过。它买入的不仅是贝勒和格兰特所宣传的多策略基金，还是格兰特作为高盛集团的合伙人所创下的业绩。如前文所述，当它的管理层看到培洛顿公司偏离了华尔街巨头最初的投资领域时，高盛集团就选择了退出。

还有一些投资者对投资 ABS 基金也相当谨慎。格兰特曾经拥有但随后又放弃了多策略基金的投资，因为当培洛顿公司的 ABS 基金价值下跌以后，多策略基金的价值也下降了 45%。但是，他从来没有像贝勒和霍华德那样，对 ABS 基金进行个人直接投资。这不是他的风格。

◎理顺一切重新开始

“轮胎脱落了”“培洛顿公司已经脱离正轨了”“数车相撞”……在这次灾难之后，各大新闻头条对其进行了一系列恶性隐喻，流露出他们的一种幸灾乐祸之情。“失败”一词被用得最多，高盛集团的两位“明星”被证明他们并没有自己所认为的那么精明，就像他们的精明是伪装出来的一样。

格兰特也看到了这些新闻，他拿出 3 个月的时间来理顺培洛顿公司发生的事情，或者说在这段时间之内更加积极地去弄清楚自己“下一步该做什么”这一问题的答案。于是，他重新振作自己，在 2008 年 9 月创办了一家新的对冲基金公司——液体宏观基金公司（Liquid Macro）。这个名字说明了一切：一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单独的、特别的投资风格将会被注入这一基金中。“这一次，我们会一直坚持自己的核心策略。”格兰特说道。

事实证明，液体宏观基金公司对投资者来说是有诱惑力的。在圣巴巴拉市，所有以前在培洛顿公司工作的具有二十多年贸易经验的交易员都想跟着格兰特一起打拼，为液体宏观基金公司效命。格兰特还为新公司的结构注入了一种机制，即“合伙人压倒我的途径就是，对我的超级投票提出否决。我是核心人物。”格兰特说，尽管如此，如果核心人物偏离了液体宏观基金公司的投资风格，那么合伙人就可以对此提出否决。“他们可以集体告诉我，我发疯了。”格兰特说。而“发疯”是一个用来形容风格漂移和它的危险性的最合适不过的词了。

投资启示

- **持续性地审视你的投资风格。**对投资风格进行持续地例行检查，一旦发现了不协调的因素，或者与你买入投资组合时的投资风格有偏离的情况，也就是说当你发现任何风格漂移的迹象时，就赶快抛售。以下几点是关于如何监控你的投资的风格的。
  - 每一年、每一季度对所发行的基金或股票的局势进行研究，仔细研究基金或股票的说明书和相关营销著作。
  - 通过“晨星”（Morningstar）来核实，这是一家专门评估共同基金的独立研究组织。如果监管你感兴趣的基金的基金经理有发生风格飘移的倾向，“晨星”就会用较低的评级来对这一基金做标记，在线会员可以自由登录 www.morningstar.com.
  - 打电话给你的基金经理或经纪人去咨询相关问题。
- **多样化投资风格。**一个平衡的投资组合应该包括各种投资风格，就如它应该包括多种金融工具或资产等级一样。在经济发展的过程中，增长型投资将胜过价值型投资。而当利率下降时，高收益债券应该比增长型投资更易获利。另外，多样化投资风格也可以分散波动性风险。
- **明白是谁在管理你的资产。**基金经理通常是轮流工作的。了解当前管理你的资产的基金经理的个人业绩，评估其未来管理能力。你还要了解自己的基金经理的专业知识。如果你的投资组合价值减半，增长速度也同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时减半，并且你的基金经理开始异乎寻常地大量购买股票时，你的投资组合可能就要出问题了。真正值得弄清楚的问题是你的基金经理是否知道如何投资股票。如果他并不知道，那么你就可以结束他对你的资产的管理，就像培洛顿公司的投资者们所做一样。

- **不要被高回报蒙蔽了双眼。**你应该谨慎对待高回报，它暗示你要仔细研究高收益背后所隐藏的东西。你要记住，高回报意味着高风险，高风险则会彻底摧毁你的资产。

- **确信你自己的投资风格没有发生漂移。**如果你经常光顾麦当劳，并发现它们的新菜单吸引了更多的顾客，那么你很容易就可以得出结论，即麦当劳的生意变好了，而且快餐连锁业的股票值得买。但是，如果你无意中听到两位化学家在谈论合成铝聚集在一起会产生氢气，除非那是你个人专业领域所熟悉的东西，否则不要去投资。总之，做你希望自己的基金经理做的事：坚持自己的投资风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

| 忠告 9 |

卖空有时是一个危险的策略

大众汽车公司与保时捷公司

本书前几章讲述的都是单个投资者的故事。在这一章中，我们来讲一项投资策略——卖空。这是一项即使是专业投资者也要谨慎运用的策略，也是一项让他们不愿谈论过多的策略。本章将要讲到的是非常著名的一件卖空事件，涉及世界上一些精明的对冲基金投资者和欧洲一位著名的亿万富翁。这位亿万富翁的故事不仅带有悲剧色彩，还证明了卖空策略的危险性，而本章主要讲述的是卖空这一策略本身。

卖空交易

布劳博伊伦（Blaubeuren）是位于德国南部的一座小镇，离乌尔姆（Ulm）大概有 19 公里，坐落于阿尔卑斯山脉的一个山谷里，城镇居民不到 1.2 万人，那里有一些可爱的木制建筑，从哥特式教堂、本笃会修道院以及可以追溯到 11 世纪的寺院等建筑还可以看出其有颇深的宗教根源。由于弗莱堡 - 乌尔姆铁路途经该镇，因此这里还设了一个车站，途径该车站的列车也随之多了起来。火车轨道穿过田野和茂密的森林。正是在火车轨道蜿蜒穿过的这座具有中世纪魅力的牧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

羊小镇上，德国的一位亿万富翁，也是布劳博伊伦的一位杰出的公民阿道夫·默克尔（Adolf Merckle），在离他家不远处的铁轨上，迎向了一辆飞奔而来的火车。

就像默克尔的家人所说的那样，74 岁的默克尔“破产”了，他曾努力地挽救过自己濒临倒塌的商业帝国，但他最后还是将其放弃了，也放弃了自己的生命。默克尔的商业帝国是一家大约拥有 1 万名员工的证券投资公司，依靠着制药巨头通益药业公司（Ratiopharm）与建筑产品供应商海德堡水泥集团（Heidelberg Cement）来维持着稳定发展。2008 年，这一商业帝国为他赢得了 92 亿美元的财富，让他成为德国最富有的人之一。当他的商业帝国受到威胁时，他拼尽了全力去挽救，为自己的资产寻找买家，花费数周时间与银行就过桥贷款（bridge loan）进行协商。但由于压力太大，他选择了走向火车轨道。

事实上，默克尔的商业帝国受到威胁是他自己一手造成的。2008 年，默克尔卖空了大众汽车公司的股票。而当保时捷公司开始购买它的姊妹公司的控股权益时，就已经意味着保时捷公司下的这个投机性赌注是极其错误的。与保时捷公司出品的贵族奢侈型汽车相比，大众汽车公司的产品很普通。大众汽车公司走的路线是“平民车”，但它却跻身于世界最大的汽车销售商之列。从 2005 年开始，保时捷公司就持有大众汽车公司的股份。然而，2008 年 3 月，在没有任何迹象的情况下，保时捷公司宣布要增加对大众汽车公司的持有股份。这主要体现在现金结算的选择上，根据德国的法律，保时捷公司的所有权不需要对外公开。而当保时捷公司要接管大众汽车公司的意图变得非常明显时，一切都太晚了，他们没有足够的股份使自己能够像默克尔一样减少赌注。随着大众汽车公司股票的上涨，默克尔的卖空行为就相当于使其遭受了“上亿欧元的损失”，一些人猜测是 4 亿～5 亿欧元。考虑到当时的汇率（1 欧元 =1.52 美元），默克尔损失了 5 亿多美元，即使对亿万富翁而言，这也是一笔巨额资产。

空头轧平使默克尔面临的不仅仅是他的财富受到威胁，因为德国经济受到世界经济衰退的影响，借贷者们还要求他尽快还款。他向德国政府提出的贷款请求遭到了拒绝，但似乎还有一个机会，那就是和那些他拖欠债务的商业银行、投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行重新协商还债条款。然而，默克尔仅仅给他的家人留下了一张纸条后，就简单地选择了放弃。

默克尔不是唯一一个通过卖空股票来表明他对大众汽车公司的前途持消极态度的人，也不是唯一一个因此遭受巨额损失的人。在众多对冲基金公司中，遭遇到同样打击的还有绿光资本公司（Greenlight Capital）、赛克资本公司、格伦维尤资本公司（Glenview Capital）、马歇尔维斯基金公司（Marshall Wace）、老虎基金、欧迪资产管理公司（Odey Asset Management）、佩里资本公司（Perry Capital）以及高端资本公司（Highside Capital）等，这些基金公司都是由投资业一些极为精明的投资者负责管理的。事实上，对冲基金既是卖空的控制者又是买空的控制者，这就是它被命名为“对冲”的原因。

这是一个有趣的悖论：当你卖空了股票时，你会因为选择了失败者而胜出。这与赛马并没有什么不同：只要你下注的马第一个到达终点，你就赢了，但如果你的马失败了，你也可以赢——只要你已经下注它可以取得第二名，并且它第二个到达终点，或者你对它下了赌注，认为它可以取得第三名并且它确实跑得了第三名。当然，如果你对自己的赌注进行了对冲，把钱同时投在了跑得第一、第二和第三的三匹马上，那么你就真正获利了——跑赢的马和跑输的马都为你带来了收益。

在赛马场输了赌注虽然是一个坏消息，但你可以撕碎了自己的入场券前往酒吧发泄。然而，在专业的投资游戏中，卖空确实是非常危险的。简单地说，你损失的可能比自己投资进去的还要多。从理论上讲，你的损失是无限大的。那么有什么底线吗？没有，在空头股票上下错的赌注将会非常不可思议地在你的投资组合中占到相当大一部分。

尽管如此，如果你下对了卖空赌注的话，你获得的利润也是非常大的。例如，2008 年是金融市场陷入全球经济危机的一年，那些持有多头仓位的投资者损失了 45%。对于既持有多头仓位又持有空头仓位的投资者来说，他们也许在年末时可以盈利，但这还要取决于他们投资的股票。而那些“净”空头投资者也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是那些投资在空头股票上的钱超过了其投资在多头股票上的钱的投资者则发了大财。这就是为什么尽管空头股票风险大，但仍然有很多专业投资者对它进行投资的原因。

接下来，我要讲一个关于以卖空股票赚取巨额利润的例子。2007 年，当市场指数相对较好时，对冲基金经理约翰·保尔森（John Paulson）的基金公司通过在房地产周期上做空头交易，获得了将近 600% 的利润。保尔森也因为对次贷市场的大屠杀作出了正确的预测而从中赚取了 37 亿美元。

虽然空头交易本身非常简单，但它的投机性极强，又变化多端，要坚持做空是需要勇气的。2008 年，像一些卖空了大众汽车公司股票的对冲基金公司和投资者一样，阿道夫·默克尔有勇气坚持做空。然而，看到那样的结果而坚持活下去，很显然是他不愿做的。

不适合胆小的人

卖空一种股票意味着你预期它将会贬值。由于有这种想法，你会从自己的股票经纪人（他们一般不是手上有存货就是从其他客户或者另外一些经纪人那里得到这种股票）那里借入这种股票，然后卖掉它，把收益存入你的融资账户。换句话说，你已经卖掉了非自己持有的股票。因此，你需要进行空头交易，也就是说，你不得不买回那些股票，把它们归还给你的经纪人。

如果正如你预期的那样，股票的价格下降了，那么你就会在交易中获取利润。让我们来举一个例子：

> 假如你决定卖空某家公司的股票。你以每股 50 美元的价格借入 100 股这家公司的股票，然后卖掉它们，那么你就会从中获得 5 000 美元的收入。也就是说，你仅仅是借入了这些股票，1 美分都没花，你的账户里面就有了 5 000 美元。
>
> 现在就像你猜想的那样，股价下跌，你需要以每股 40 美元的价格也就是一共花 4 000 美元买回这些股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的账户里有 5 000 美元，而你只花了 4 000 美元，所以你赚了 1 000 美元，这个结果不错。

当然，如果股价上升，你就不得不以每股 60 美元的价格买回这些股票，那么你就损失了 1 000 美元。这个结果就有点不如人意了。

这就是卖空的实质。因此，当你准备做空头交易时，就不得不谨慎了。这并不是一件容易的事。很显然，选择一只会下跌的股票比选择一只会上涨的股票要难得多。其中的一个原因是，虽然 2008 年全球爆发了金融危机，但是市场呈上升趋势的时候仍然比呈下降趋势的时候要多。这就是为什么很多专业投资者只从事普通的股票交易的原因，也就是说，即使是既做多头交易又做空头交易的盈利机会更多，他们也只买股票不做空头交易。而这也是专业的空头交易投资者需要用更多的测评手段来确定卖空的候选股票的原因。

其中一个测评的手段就是评估。如果当其他公司以 20 倍的收益卖掉股票时，你需要以 50 倍的收益卖掉同样的股票，那么这家公司的收益很可能比所在行业的平均收益增长得更快，这也许是因为该公司的管理模式更好，或者是因为其有更好的产品，又或者是因为有更好的市场。无论如何，这都是该公司的股票诱惑卖空投资者的原因。这是为什么呢？当然，如果一家公司有更高的收益，并且还有更好的管理、产品以及市场，就会得到比同行业的其他公司更高的评价。但是，在这种情况下，评估结果的差距是非常大的。评估的变化既可以显示出公司的收益能力，却也会暂时失灵，尽管这是很少见的，也就是市场陷入了“非理性”状态。因此，这种股票很适合作为卖空的候选股票。

对卖空进行评估是存在风险的，因为市场承担“非理性”的能力要比投资者可以承受的偿付能力要强。这就意味着基于不合理的评估进行的空头交易往往会失败，除非你的卖空股票可以在适当的时候表现得非常好，否则在任何情况下，这就是一场赌博。

有时候，股市上会出现拥挤的空头交易（crowded short），大众汽车公司的股票就是一个很好的例子。这种交易基于对空头净额的衡量，也就是被称为“浮点”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的流通股已经被卖空的数量。空头净额数据由股票交易者一个月报道一次，并且被发布在大部分报纸的股市行情表以及一些金融网站上。如果某只股票有超过了10% 或者 20% 的浮点被卖空，那就算得上是“拥挤”了。

我们可以用三种方式来看待拥挤的空头交易。一种方式是把它看成是一种抛售信号，是对股票或者公司出现问题的一种消极反应；另一种方式是把它看成是会出现造成股票交易数量上升的潜在的空头轧平（short squeeze）的迹象。当太多的交易者卖空同一种股票并试图再将其买回来时，就会发生空头轧平现象。随着投资者对股票的需求变高，股票的价格就上升了，这正是发生在默克尔身上的事。最终，高空头净额也就预示着坏消息的到来及股票价格下跌。

空头股票有很多种类，其中专题空头（thematic shorts）、刺激空头（catalyst shorts）以及会计空头（accounting shorts）这 3 种是对你的投资有益的卖空目标。在任何情况下，对它们有所了解都会对你有帮助。

2007 年，保尔森投资了 37 亿美元在专题空头上面，因为他相信房市泡沫会破灭，所以事先就卖空了自己的投资组合中任何关于房地产的投资。

由于预测一家公司的收益比预期的低，所以卖空它的股票，随之引起股票交易的下降，被称为“刺激空头”。而正是预期和现实之间的差距刺激了交易下降。

会计空头也许是这 3 种空头股中最难懂的。在任何情况下，购买这类空头股票，投资者需要做的工作都是最多的。首先，投资者需要对会计法有所了解。基于这种了解，投资者还需要对目标公司的账簿进行分析，从而查明是否有些制度被打破了。例如，假设一家公司的销售额中包含它的子公司之间转移产品形成的所谓“销售额”，而你能发现这一点并卖空它的股票，那么你的确做得很好。会计空头通常会对股票价格造成毁灭性的影响，因为它会直接破坏股票持有者对管理者的信任。

卖空型投资者也就是那些做空头交易的投资者，在交易中被看作是“卖空者”。他们是卖空恶棍吗？是指望在别人的投资错误中掠夺财富的食人恶魔吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是对人们的行为以及市场的运作产生了愤世嫉俗的情绪的悲观主义者吗？都不是。卖空者不会制造新闻，他们仅仅是利用自己相信的新闻，把卖空作为投资的一部分。只有在别人失败时，他们才会胜出这确实不假，但这不正是交易的本质吗？当一家公司获得市场份额时，另一家公司必然就会失去市场。很多有名望的市场分析者认为，卖空是市场动态中不可缺少的一部分。事实上，2008 年 9 月，也就是美国的银行股票价格下跌最快的那些日子，美国证券交易委员会对卖空金融股票的行为发布了禁令，然而随着紧急命令的颁布，这项禁令仅仅持续了一小段时间就被废除了。紧急命令指出，这种禁令“在运行良好的市场上是没有必要的”，另一种看法则认为，卖空是市场应有的一部分。

总而言之，卖空不适合胆小的人，它需要勇气。

2008年美国政府对卖空的禁令

贝尔斯登的时代过去了，美国全国范围内融资的时代也过去了。利率已经下降了。尽管房利美公司和房地美公司处于危险的境地，市场指标在严峻的压力之下却仍保持不变。这时，美国政府需要找个替罪羊，而卖空型投资者就是最好的目标，不仅仅是因为他们赚到了钱，还因为他们从别人的不幸中获取利润的战略无法得到人们的支持。于是，美国政府决定采取行动。

7 月 15 日：美国证券交易委员会颁布了紧急命令，禁止对房利美公司、房地美公司和其他 17 家金融公司的股票进行空头交易，这其中有一些是由国家支持和背书的商业银行及投资银行，而所有这些金融机构似乎都遇到了麻烦。

紧急命令针对的是“赤裸裸”的卖空行为，也就是说，禁止进行借入实际股份的交易。考虑到卖空交易的泛滥，其中可能还包含违法行为，对卖空的禁令从 7 月 21 日一直持续到了 7 月 29 日，并于 7 月 30 日终止。

9 月 19 日：两个月后，美国证券交易委员会采取了进一步的措施，禁止对所有金融类股票的卖空行为。根据该委员会的声明，禁令只是“暂时”的。这条禁令是紧接着英国一条类似的禁令颁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布的，据说英国的那条禁令影响了 799 种金融股票。

美国证券交易委员会颁布的这条禁令一直延续到 2008 年 10 月 9 日，2009 年美国政府就公布了限制卖空的新制度。很多人可能会对这种限制有异议，认为卖空是市场动态中不可缺少的一部分，应该调整市场中其他不合理的部分或者促使股票供需更为平衡。

保时捷公司与大众汽车公司

在世界最富有的人之中，默克尔排名第 94 位，那是因为胆小或缺乏勇气，他没能把握住更多创造财富的机会。世界上同样有一些极为精明且十分成功的对冲基金经理，比如格伦维尤资本公司的拉里·罗宾斯（Larry Robbins），赛克资本公司的史蒂夫·科恩，欧迪资产管理公司的克里斯平·欧迪（Crispin Odey），马歇尔维斯基金公司的保罗·马歇尔（Paul Marshall）和伊恩·韦斯（Ian Wace）以及绿光资本公司的戴维·艾因霍恩。事实上，早在 2008 年，艾因霍恩就已经通过卖空雷曼兄弟公司的股票大赚了一笔，即使是在他之前曾经有人这样做过，但这也需要很大的勇气。

对于他们来说，在 2008 年卖空大众汽车公司的股票似乎是一件容易的事。事实上，包括日本厂商在内的每一家汽车公司的利润都出现了大幅度下降。德国经济遭到了重创，而作为大众汽车公司主要市场的美国的经济状况同样也不容乐观。这样一来，假设大众汽车公司的股票价格会下跌就很自然了。尽管保时捷公司 3 月份宣布将要增加对大众汽车公司持股的决定被认为是整个故事的脚注，而保时捷公司并不是故事的配角。毕竟，从 2005 年开始，保时捷公司就慢慢减少了对大众汽车公司的投资。然而，据说卖空大众汽车公司的股票是最安全的，所以这些对冲基金经理以及默克尔先生都纷纷通知他们的经纪人尽快卖空大众汽车公司的股票。最终，根据德国 30 家主要公司的蓝筹股指数（Deutsher Aktien Index）的计算基准，大众汽车公司股票成了最大的空头股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 9 月，保时捷公司不动声色地宣布拥有大众汽车公司 35% 的股份。然而，保时捷公司的高层否认将会争取大众汽车公司的控股权，因为这样做将会触犯德国所谓的《大众汽车法》(Volkswagen law)，该法律保证了大众汽车公司的员工和德国下萨克森州（Lower Saxony）(它拥有大众汽车公司 20.1% 的股权）拥有有效的投票权以及对某些重要管理决定（比如工厂倒闭）的参与权。欧洲法院（European Union court）声称《大众汽车法》是无效的，但是即使保时捷公司增加了对大众汽车公司的投资，德国政府仍然继续和这项法律对抗。这样一来，保时捷公司坚持不触犯有效的《大众汽车法》听起来就是合理的，即使后来这个决定被证明是一个虚伪的决定。

在这一时期，还有另外一项德国法律在起作用，该法律声称，保时捷公司如果以现金结算期权的形式购买大众汽车公司的股票的话，那么它就可以继续这笔交易。与对待《大众汽车法》不同的是，保时捷公司急切地促使这部法律生效，而且它确实也是这样做的，它秘密而缓慢地增加了对大众汽车公司的投资。我们无从知道保时捷公司这样做的真正目的是不是企图通过慢慢增加大众汽车公司的持股从而接管它。

保时捷公司最终表明了自己的目的。2008 年 10 月 26 日是一个星期天，保时捷公司在这一天宣布它已经拥有大众汽车公司 42.6% 的股份以及超过 31.5% 的期权，总数达到了 74.1%。这个周末也因此而变得不寻常，整个世界则因之惊慌失措。这是为什么呢？因为除了保时捷公司拥有大众汽车公司 74.1% 的股份和期权外，德国下萨克森州也拥有大众汽车公司 20.1% 的控制权。这就意味着大众汽车公司股份的 94.2% 都被锁定了，仅仅只有 5.8% 的股份大约 1 800 万股股票可以出售。但是，许多对冲基金公司已经卖空了大众汽车公司股份的 12%。因此，通过空头交易的股票数量大约是市场上可自由交易的股票数量的两倍。

现在的问题是，保时捷公司想回收那些卖空投资者在它获得大众汽车公司最后一部分股份之前已经借入和卖空的股份。需要注意的是，卖空就是从别人那里借入股票，然后卖掉它，希望再以更低的价格将其买回，中间的差价就是你获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利润。所以当保时捷公司宣布它不想把自己持有的大众汽车公司的任何股份再借给卖空投资者时，也就相当于它决定将回收股份了。根据合同，那些进行卖空交易的对冲基金公司也有义务将其借入的股票归还给保时捷公司。

把这一切归纳起来，我们可以很清楚地知道，当德国股票市场在第二天早晨8点也就是2008年10月27日星期一开盘时，会有大量做空头交易的对冲基金投资者争夺为数不多的大众汽车公司股票。

对于欧洲金融资本市场来说，星期天下午通常是人们放松的时刻。而在2008年10月26日这个特别的星期天，对冲基金投资者却在疯狂地给他们的经纪人打电话，那些经纪人则在不停地接电话。由于时差问题，美国的投资者和经纪人有更多的时间去考虑这个问题，这仅仅是因为当这个消息被放出来时，他们可能睡得正香。全球市场还是它本来的面貌，在24小时内它总会在世界上的某一个地方开放，市场从来不等人。但是，在这个问题上，时间不是关键因素。关键在于大众汽车公司股份供给不足，当星期一早上市场开盘时，对大众汽车公司股份的争抢就会开始，那些持有股份的人也就可以趁机抬高价格。

这是一次有效的空头轧平，尽管不是很符合其传统的定义。在传统的空头轧平中，有足够可利用的股份，但是由于交易量太小，不能一次性容纳大量的空头交易。不过，没有关系。对于那些深陷其中的人来说，不管是不是传统的轧平，它都足够令人紧张了。

2008年10月27日星期一早上开盘时，大众汽车公司的股价是每股273美元，到星期二收盘时，每股达到了1 303.6美元。的确，在星期二的某个时刻，大众汽车公司成了世界上价值最高的公司，共有4 560亿美元的市场资本。根据其中一位卖空投资者也就是格伦维尤资本公司的罗宾斯所说，“其总量达到了整个美国股票市场价值的5%”。很显然，万能金龟车（Herbie the Love Bug）的制造商的股票基本上已因此不再是最有价值的了。

那些已经卖空了大众汽车公司股份的对冲基金投资者所遭受的损失是巨大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，其中一些基金投资者的损失估计高达 50 亿 ~ 60 亿美元。世界各地的对冲基金经理和交易者都需要一份有关保时捷公司无法继续加大对大众汽车公司投资的市场管理方法的调查，而正是他们控制着市场操作并称其为是一次“突击行动”。

一些对冲基金经理也因此而责备他们的主要经纪人。罗宾斯告诉格伦维尤资本公司的投资者：“我们不期望主要经纪公司可以考虑一些收益为 1~300 倍的汽车公司，那些公司的价值超过了埃克森美孚石油公司（该公司的股票是市场上风险最高的卖空股票），而且这当然需要一笔数额巨大的保证金。”罗宾斯冷淡地补充道：“因为我们的想象力还不够丰富。”

罗宾斯认为，根本就不存在股份不足的问题。他相信，如果其他的卖空投资者有足够的耐心，对交易的基本面非常熟悉，而且不急着回补仓位的话，股价就不会上升到如此之高。根据他的分析，保时捷公司根本就没有足够的资金去购买大众汽车公司所有的股份，而如果它用现金结算期权的方式去购买的话，显然比购买全部股份所花的钱要少。于是，罗宾斯坚持认为，大众汽车公司的股票被高估了，并宣称格伦维尤资本公司会继续卖空大众汽车公司的股票。

保时捷公司从空头轧平中获得的利润比他在汽车销售中获得的利润多得多。在 10 月 27 日和 28 日的交易高峰期，其账面净利润超过了 1 200 亿美元。2009 年 1 月，保时捷公司宣布已经拥有大众汽车公司 50.76% 的股份，并将购买大众汽车公司更多的期权。于是，在 2009 年的上半财年，保时捷公司就获得了高达 74.9 亿美元的利润，而 2008 年同一时期，保时捷公司获得的利润却只有 16.4 亿美元。

剖析空头轧平：保时捷公司持有大众汽车公司股份 时间表

2008 年 3 月 随着大众汽车公司股票的主要投资者继续在该公司的股票上做空头交易，保时捷公司不动声色地宣布准备增加对大众汽车公司的投资。

2008 年 9 月 保时捷公司宣布已经拥有大众汽车公司 35% 的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 10 月 26 日 保时捷公司公开宣布它拥有大众汽车公司 42.6% 的股份和逾 31.5% 的期权，共占有了大众汽车公司 74.1% 的股份。

2008 年 10 月 27 日至10月28 日 随着对冲基金投资者对为数不多的大众汽车公司股票的争夺，其股价从每股 273 美元上升到了每股 1 303.6 美元。

2009 年 1 月 保时捷公司宣布已经拥有大众汽车公司 50.76% 的股份和期权，并从中赚得 74.9 亿美元的利润，而 2008 年的同一时期其获得的利润只有 16.4 亿美元。

他们也许被称为卖空者，但是如果你错了，他们会赚取巨额利润

假设你在市场上投资了 100 美元，购买了 ABC 公司和 XYZ 公司的股份各一股，每股都是 50 美元。随着时间的流逝，XYZ 公司的股价涨到 100 美元每股，而 ABC 公司的股价保持每股 50 美元不变。在只有多头交易的世界里，现在 XYZ 公司的股价是 ABC 公司股价的两倍，那么你持有的 XYZ 公司的股票价值就相当于你投资组合价值的 2/3 即 67%（100 美元投资于 XYZ 公司 +50 美元投资于 ABC 公司 =150 美元）。然而，如果 XYZ 公司的股价下降到 25 美元每股，那么你持有的 XYZ 公司的股票的价值就相当于你投资组合价值的 1/3 即 33%（25 美元投资于 XYZ 公司 +50 美元投资于 ABC 公司 =75 美元）。

对于空头交易，只需将上述推断反过来即可。也就是说，当你在空头交易中遭受了损失的话，那么这会成为你投资组合中的一个大问题。假设你相信 ABC 公司不得不降低其预期收益，而以 50 美元每股的价格卖空它的股票。事实上，ABC 公司的管理层提高了预期收益，于是就有新的买家和卖空投资者争相获得它的股份，也就是说，因为卖空投资者不得不归还这些股份，所以他们必须买回它。因此，ABC 公司的股价涨到 100 美元每股，而 XYZ 公司的股价不变。现在，ABC 公司的股票就成为你的投资组合中最大的部分了，因为它的市场价是 100 美元每股。然而，不幸的是，你已经花光了账户里的钱，这是由于你有 100 美元的债务。另外，你的经纪人也会很担心，因为你的账户里已经没有足够的资金去满足保证金的要求了。你别无选择，不得不回仓补位，把股票归还给出借人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们来看看数学在其中是如何起作用的。你以 50 美元每股的价格借入股票，然后卖空它，把 50 美元的现金存入你的保证金账户。你希望能够以 25 美元每股的价格买回这些股票，再还给出借人，这样你就可以把另外的 25 美元存入你的账户。然而，你现在不得不以 100 美元每股的价格买回这些股票。为了达到目的，你必须要动用从 ABC 公司卖空股票得来的 50 美元，也不得不以 50 美元每股卖掉你在 XYZ 公司的股份。

默克尔遇到的问题是，当大众汽车公司的债务占到他账户里的很大一部分时，他已经没有太多可以变卖的资产来满足追加保证金的要求了。

简而言之，看似简单的卖空交易可能会使你损失惨重。

卖空还是不卖空

保时捷 - 大众事件已经证明，卖空股票是一种危险的策略。但是，同样值得注意的是，卖空可以有效地对冲多头敞口，并且它也是一种赚钱的策略。对于普通的个体投资者来说，如果避免了一个价值上亿美元的错误的话，那么他们就能享受到卖空给他们带来的潜在收益？当然可以，只要你记住每一种投资都代表着一次妥协：你得到了一些，也付出了一些。具体来说，如果你决定限制卖空交易的风险，那么就必须放弃一些潜在回报。

普通投资者可以用 3 种方式在最大限度地降低风险的情况下，从卖空中赚取利润：购买卖方期权、投资交易所买卖基金（exchange-traded funds, ETF）、非常谨慎地直接卖空股票。

在购买卖方期权的过程中，如果优先股（一种期权衍生出的股票）在约定的时间内被以低于约定的定价进行不平等的交易的话，那么期权持有者就有权利把公司卖给他的股票退还给公司，也就是说，以约定的“执行价格”（strike price）再卖给公司。[①] 关于购买卖方期权的一个好处就是，其风险仅限于你购买期权时

① 更多关于期权的知识参见本书忠告 4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付的保险金，销售股票则只是你的权利而非义务。因此，它的风险是有限的，而如果你仅仅卖空股票的话，那么你面临的风险将是无限大的。

我要选择那个戴着绿色的遮光眼罩和塑料保护袋的家伙

假设你在跟对手比赛，不是打篮球或打棒球，而是交易。也不是股票交易而是更大规模的交易，交易双方要投入很多本钱——价值几十亿美元的大公司的交易。由于在丢硬币时你赢了，于是你可以先选择派出自己的队员，任何一位都可以。

你会选择身家 60 亿美元的史蒂夫·科恩吗？他也许是世界上最好的交易员，戴维·艾因霍恩呢？这位打击“雷曼兄弟队”的总指挥曾通过卖空股票使雷曼兄弟公司成为历史上最大的破产公司。瑟伯勒斯资本管理公司的亿万富翁史蒂夫·范伯格（Steve Feinberg）？德国汽车公司戴姆勒公司的首席执行官蔡澈（Dieter Zetsche）？他的白胡子就像一把扫帚。或者是另一位德国汽车执行官霍尔格·海尔特（Holger Haerter），他是保时捷公司一位戴眼镜的首席财务官，至少是在并购了大众汽车公司之后他才戴上眼镜的。如果选择科恩、艾因霍恩或者范伯格，那你就会输掉比赛并且输得很惨。

像汽车这样的高价产品是 2007—2009 年全球经济危机中首先遭受重创的，但是德国有两家汽车公司靠着聪明机警找到了一丝慰藉。

戴姆勒公司早在 1998 年就用 370 亿美元购买了克莱斯勒公司，但从来都没有想过要使这两家公司的合并发挥更大的功效。所以戴姆勒公司的管理者想要卖掉克莱斯勒公司，但却没能找到买家。然而，范伯格决定冒险，他花了 74 亿美元买下了克莱斯勒公司，随着这家公司的日常运转，很快公司就开始负债。如果戴姆勒公司的蔡澈没有为它在美国的分公司找到买家，那么戴姆勒公司就不得不注入资本。当然，克莱斯勒公司在 2009 年获得了美国政府破产保护。

海尔特是保时捷公司一名收入不菲的首席执行官，他可以同时进行一些规模相似的交易，虽然他的利润在某个时间点上已经超过了 1 000 亿美元，但都是以其他团队的损失为代价的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科恩的赛克资本公司、艾因霍恩的绿光资本公司以及很多其他的对冲基金公司都因卖空大众汽车公司的股份而遭受了损失。他们看到大众汽车公司的股票的形势比其他汽车公司股票的形势都要好，便认为这是一个机会，他们不相信保时捷公司有足够的资金完成收购。在某种程度上，他们是对的。海尔特想赚钱，他赚到的钱高达 70 亿 ~120 亿美元，比保时捷公司从汽车销售上赚到的钱还多。与那些富有的对冲基金经理用钱去换一些漂亮的小运动车的股票不同的是，他们逃脱了大众汽车公司股票的空头轧平。

最后，在这场交易中，德国汽车公司：+140 亿美元；对冲基金行业：— 140 亿美元。

尽管如此，你仍需权衡一下。例如，期权在到截止日期后就变得毫无价值了，因此投资者必须尽可能地确定股价在规定的时间内会下跌。除此之外，超出截止日期越远，期权的保险金就越高，所以你还必须为时间价值支付额外的费用。同样离期权转换成金钱的日期越近，你将付出的代价也越大。当然，不是所有的股票都有期权，尤其是那些资本规模很小的公司。

另一种从卖空中赚钱的方式就是投资交易所买卖基金。它主要包含那些经常重复其走势的个体有价证券。例如，假设你推断当前的经济状况对于消费者来说很糟糕，你就会想要卖空沃尔玛的股票。而与卖空单个股票相比，你可以考虑一下消费者期权的交易所买卖基金。事实上，确实存在这样的基金—— 看空消费服务指数型基金（ProShares Ultrashort Consumer Services ETF），它会为你提供沃尔玛、麦当劳、迪士尼和其他一些道琼斯消费服务指数中的知名消费品公司的短期股票。因为交易所买卖基金的公司中没有一家有超过 17% 的代表股份，所以一旦你投资的公司被并购了，你需要承担的风险也不是太大。除此之外，交易所买卖基金与潜在股票的关联是 2：1。也就是说，如果消费品公司的指数下降了，那么你的投资将会以两倍的速度上升。相反，如果指数上升了，那么你的投资也将会下降两倍。这样一来，假设你最初的投资观点是正确的，你就可以赚得更多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但如果你最初的想法错了的话，你就会付出两倍的代价。毕竟，交易所买卖基金是一种举债交易证券，而举债是一把双刃剑。

从长远的视角来看卖空策略

大多数人认为，一个让投资者不用承受过多负担又能赚取卖空潜在利润的便利方法就是交易所买卖基金。

什么是交易所买卖基金？你可以把它看作是一种可以像股票一样进行交易的共同基金。它包含了前者的多样性与后者的灵活性，并且还能被卖空。每一只交易所买卖基金都有一个股票代码，能够在像纽约股票交易所那样的机构进行交易。类似于任何一种可公开交易的股票，交易所买卖基金也会被进行一整天的交易，而它的价格将随买卖交易而波动。交易所买卖基金的一个可取之处是，它拥有难以置信的流动性来防止空头轧平。不同于卖空个体股票要求要有保证金，这种基金只需要现金账户。

交易所买卖基金有很多不同的种类，其中有一些是指数代理，如道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克 100 指数的代理。这些交易所买卖基金会模仿那些指数的波动。例如 DOG 交易所买卖基金，它由 30 种股票组成，可以帮你卖空道琼斯工业平均指数并将其打包成基金在股票交易市场上交易。因此，如果你想卖空道琼斯工业平均指数，那么请投资 DOG 吧。

交易所买卖基金与那些指标是对立的，也就是说，他们以相反的方向发展，如果道琼斯工业平均指数交易量下降，那么 DOG 的交易量就会上升。

如果你是一个非常粗暴的交易者，那么你可以买 DXD 基金，因为 DXD 基金会以道琼斯工业平均指数上升或下降的两倍与其呈相反的方向发展。这就是说，道琼斯工业平均指数的交易价每下降 1 美元，DXD 的交易价就会上升 2 美元。

其他一些交易所买卖基金是提供给特殊的地区或国家的。例如，如果你认为金融股票在稳步上升，那么你也许会购买金融交易所买卖基金 XLF。XLF 是由 80 种不同的银行股票和保险公司的股票组成的，它们都占有不同的权重，也就是说，有些股票对于指数的重要性比另一些要高。摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根大通占 XLF 交易所买卖基金权重的 14%，而好事达保险公司（Allstate Corporation）只占 1.3%，MBIA 股份有限公司（一家市政债券保险公司）则仅占 0.9%。因此，毫无疑问，摩根大通对 XLF 的交易状况影响较大，而 MBIA 的影响是微不足道的。

交易所买卖基金是一种有效的对冲工具。例如，若是一个交易者很喜欢某一种股票但却不喜欢它所属的公司，那么他可以购买这种股票并且卖空交易所买卖基金。通过这种方式，交易者可以有效地消除风险，避开公司的基本面的影响，也可以通过卖空指数基金来对冲市场风险。

像 DXD 这样的杠杆交易所买卖基金是非常不稳定的，个体投资者应该避开它，就像要避开大多数杠杆投资工具一样。它就像被添加了火箭燃料一样充满能量，因为一旦涉及风险时，要紧紧抓住它是很难的。

数以百计的交易所买卖基金几乎允许了投资者在任何事物上下赌注，其中包括石油和黄金的价格，或者新兴市场的交易方式。就像共同基金一样，很多公司比如 ProShares 都是交易所买卖基金的发起者。Proshares 的网址是：www. proshares. com。

一些单个股票的卖空也是可以行得通的，也就是说，股票升值的风险或多或少与其价值下降的风险是等同的。那么投资者应该在什么时候以怎样的方式要求他们的经纪人“卖空股票”？只有当满足了一些特定的条件而且抱着非常谨慎的态度才可以这样做。

如果你想赌一把，那么你可以关注一些规模比较大的、流动性很强的品牌，即股票交易像流水一样的公司，而且你应该在有关这一公司的坏消息刚刚出来时就跳出这笔交易。

没有什么比麦当劳流动性更强的品牌了，所以我们就以它为例。假如有一天你在当地的一家麦当劳里，惊讶地发现它的菜单上全部是蔬菜类食物，而且价格上涨了很多。与此同时，街对面的一家汉堡王的食物价格却下降了，而提供的食物维持不变。此时，你需要把自己对厨房设备和环境的偏好放在一边，坚信麦当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳做了一项愚蠢的决定，它将会失去很多生意，所以你就要开始评估卖空它的股票的风险了。

考虑到麦当劳的规模和流动性，你会知道卖空它的技术风险非常低，空头轧平是不可能的。麦当劳的空头净额通常将近 1%，而公司的日股票数量可以达数千万股，所以不到两个贸易日，它的空头净额就可以被覆盖。另外，你还知道它的基本面的风险也非常低：考虑到麦当劳超过 600 亿美元的市场价值，它被其他公司收购的可能性几乎为零。

你要考虑的仅仅只是这些吗？不是。当你想要卖空股票时，需要考虑的也许比任何其他股票交易都要多，必要的调查是不可缺少的。而你要如何去做呢？上网去查吧。很多金融网站会跟踪公司数据的变化，例如彭博资讯（www. bloomberg. com），MSN 投资频道（http：//moneycentral. msn. com/home. asp）和雅虎金融（www. finance. yahoo. com）等。比如，你可以在雅虎金融的网站上，找到投资标签，然后输入股票代码，麦当劳的代码是 MCD，接下来你就可以开始进行调查研究了。你可以查阅目标股票当前的以及过去的相关数据。把空头净额的数据记录下来。你可以发现那些股票分析师会建议你购买、抛售或持有某种股票。你可以了解股票交易的内情，也就是说，目标公司的哪些领导在买股票、卖股票以及使用期权等。当然，你还可以查明目标公司的所有金融数据：资产负债表、现金流和收入状况，等等。在所有这些数据中，你既可以了解该公司当前的情况，也可以预测它的未来发展趋势。接下来，根据你进行的调查和记录的基本数据，来决定自己是否真的相信麦当劳的股票价值会下降，然后再下注。

在解释说明这些数据时，你需要小心谨慎。一方面，坏消息并不总是意味着股价会下跌。这是为什么？因为坏消息或许已经体现在股票价格中了。例如连锁饭店华馆（P. F. Chang's China Bistro）。2008 年，当萧条发生时，很多人决定经常在家吃饭。于是，我们自然而然地就会想，像华馆这类饭店的收益将会下降。如果在这时你去看分析专家的建议，他们会仅仅因为这个原因而极力反对你去购买这家连锁饭店的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要注意的是，如果所有人都认为股价会跌，那么这就是股价上涨的迹象。这是因为由低预期产生的下降趋势很可能已经成为股票价格的一部分了。的确，2008 年的华馆面临巨大的压力，公司的价值评估是 24 倍的收益，而这对于其收益几年都没有明显上升的公司来说确实很高。但是，公司的空头净额是浮点数的 34%，这已经非常高了，超过了普通股票的 10%~20%。确实，购买这家连锁饭店的股票可能会是一个错误。虽然华馆的收益下降了，但是股票的价格从 14 美元每股上升到 33 美元每股。这是为什么？一部分是因为空头轧平，一部分是因为投资心理：太多消极因素已经以每股 14 美元的价格反射到股票上了，再加上有无数空头交易者在争夺这只股票。

在进行空头交易时，时机非常重要。几年前，我注意到我的孩子和他的朋友们一整个夏天都穿着奇怪的、色彩鲜艳的橡胶鞋。可见，Crocs 已经彻底地进入了我们的生活，所以我看了一下它的股票，考虑要不要将其卖空。我认为，鞋是一种时尚，因此它是做空头交易的一个好选择。而时尚总是来得如此突然，所以我认为它不可能持续流行很久。然而 2006 年，当我第一次注意到 Crocs 时，它的空头净额是浮点数的 29%，似乎很拥挤，所以我决定等待。

我在等 Crocs 的基本面开始走下坡路的迹象出现，等着它打折销售，或者看到我的孩子穿着冒牌货或换一种新的牌子，或者在 Crocs 的内部销售中注册一个证券提价交易，又或者读到关于其销售缓慢的报道。事实证明，我的等待是对的：Crocs 的股票从 2006 年到 2007 年以及在 2008 年发生金融危机之前，一直处于上涨的趋势。卖空 Crocs 股票的恰当时机是 2007 年，但是就像本书前面所说的，准确地抓住市场的繁荣或萧条的时机是非常困难的，尤其是在选择动量股票时，而 Crocs 在那时毫无疑问是一只动量股票。卖空它的最好时机是，当其削弱的基本面伴随着股票价格下跌继续下滑时，因为那时一般是动量股票与增长型股票的投资者放弃的时候。而增长型股票的投资者通常是不情愿放弃的，所以他们需要经过一段时间才愿意再关注自己放弃的那只股票。最后，我错过了时机，过早地卖空了股票，依靠良好的风险控制我才免于破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空股票是证券投资的一种好方法。但是，在卖空之前，你需要进行调查研究、具备缜密的分析能力以及选择一个好时机。如果你做到了这些，那么你收获到的回报将是很丰厚的。

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

卖空是一个危险的策略，保时捷 - 大众事件就是一个很好的例子。我们必须承认这一事件体现出德国相较于美国具有更有弹性的金融披露管制，虽然如此，但它还是揭露了卖空投资者遭受损失的多种情况以及会遭受多么惨重的损失。

当然，任何投资者在任何投资中都可能遭受损失。风险与投资是相伴相生的。但是，对于股票投资来说，卖空与其他投资类型是不一样的，它就是一场赌博。毕竟，几个世纪以来，尽管有战争、自然灾害与经济波动，然而股票的价值却仍然在上涨。即使是因为通货膨胀，股票的价值也仍然呈上升趋势。**卖空股票就是与这种上升趋势相对抗。这就是采取这种策略能使你大赚一笔的原因，但是它也导致了每一次投资都具有极大的风险性，而这种风险又是投资者没有意识到或很难意识到的。**

卖空大众汽车公司的股票似乎很安全，因为随着股票的持续下跌，大众汽车公司似乎没有做过多的反抗。**所有的迹象都清楚地表明，大众汽车公司将会走下坡路，但还有一个迹象并不明确：保时捷公司的目的**。投资者认为，一切都已经很清楚了——全球经济衰退，德国经济遭受的创伤尤其严重，每一家汽车公司的销量都很低，因此这场赌博似乎根本就没什么风险。然而，投资者并没有看到全部事实，这场赌博其实是一场灾难。

从实践上看，最痛苦的卖空就是陷入了股票价格不断上涨的困境中。每天的股票形势会不断地提醒你：你错了，你赔钱了，你离自己的收支平衡点越来越远了。有些投资者认为，自己卖空股票的公司被并购会更加糟糕，毕竟并购就意味着没有机会弥补自己的损失。然而，在我看来，虽然这两种情况都非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人苦恼，但是后一种情况至少让你明确一些东西：你可以知道自己最终将损失多少。这就像是无痛死亡，像参加赛马时放弃跛脚的马一样。对于卖空投资者来说，唯一可能的缓刑就是公司赚的是股票而不是现金。如果那样的话，卖空投资者购买价格的价值就会与并购公司的股票价格紧密联系在一起。因为不是所有并购公司的价值都会上升，所以买家的股价就有可能面临下行的压力，这反过来也就意味着，被并购公司的股票即卖空的股票也面临下行的压力。你很难遇到这种情况，但是至少你可以对此抱有希望。

卖空的另一个危险就是保证金的问题。在保时捷 - 大众事件中，当经纪人要求必须增加存在保证金账户里的抵押品或现金的数量，来规避他们把大众汽车公司的股票借贷给卖空投资者的风险时，一些卖空投资者却无法满足他们的要求。这样一来，卖空投资者就不得不归还股票，而唯一的方法就是把它们再买回来。这就是默克尔最后要卖掉所有的资产，向德国政府申请贷款，并请求银行帮助他弥补损失的原因。

空头轧平可以让这一切以极快的速度发生，并迅速榨干投资者所有的利润，使其遭受毁灭性的损失。2008 年 10 月 27 日那个星期一的早上对股票的争夺使大众汽车公司股票的价格猛涨，并很快让大众汽车公司成为世界上最有价值的公司，最终只剩下保时捷公司与德国下萨克森州两个投资者。而这两者的财富在 48 小时之内被削减了很大一部分。

在卖空交易中，即使你是对的，也可能你只是在错误的时间里是对的。当市场上存在泡沫时，例如 20 世纪 90 年代的互联网泡沫，你可能会觉得当股价泡沫接近破裂时是正确的时间，因为有太多的互联网投资者没有等到这个时候。1999 年，当纳斯达克的股票上涨了 86% 时，很多人进行了空头交易，结果损失巨大。他们认为科技股票的价值也就是因特网股票的价值高得有点离谱。尽管他们是对的，但值得注意的是，市场保持非理性的时间永远比任何人可以保持偿付能力的时间都要长。市场就像一个财力雄厚的对手，它赢在时间上了，而那些在 1999 年卖空纳斯达克的投资者们却都失败了。

另一些投资者则认为，他们要等待第一次泡沫破裂的发生，当听到因特网泡沫开始破裂的嘶嘶声时，他们就要开始进行卖空交易了。也许会错过一段 10% 甚至是 20% 的下跌趋势，但是通过等待，他们可以最大限度地限制股价继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续上涨的风险。而 1999 年，很多这样做的卖空纳斯达克股票的投资者也都失败了。事实上，在股票市场和其他市场上，选择顶峰和低谷都是非常困难的。

这个卖空大众汽车公司股票的故事最终像格伦维尤资本公司的罗宾斯预测的那样结束了。虽然大众汽车公司是欧洲最强大的汽车公司，但是全球经济危机给它造成了巨大损失。保时捷公司想收购大众汽车公司期权的目的致使保时捷公司不得不寻求紧急融资，那些受害者因为沉重的债务负担而变成了猎取者。投资家？没有比“大众汽车公司猎取者”更为恰当的形容了：最后，两家公司同意合并，保时捷公司的首席执行官温德林·维德钦（Wendelin Wiedeking）选择了离开。然而，这不是一次可以让格伦维尤资本公司与其他卖空投资者大赚一笔的交易。虽然股票价格开始下跌，但是还不足以使卖空投资者可以像早期一样赚得那么多，如果他们确实赚钱了的话。

卖空的一个关键点，也是它的一个核心风险，就是时机。如果交易与你作对，也就是说，假设股票价格继续上涨，那么你就不得不回仓补位。正如前面所提及的那样，风险是无限的。在保时捷 - 大众事件中，虽然卖空者对宏观基本面的判断是对的，但是有新的因素进来，并给股票价格定了下限。结果呢？大众汽车公司以极大的折扣获得了对著名汽车公司保时捷公司的控制权。

如此看来，这一卖空事件使个体投资者领悟到了什么？难道你发誓要远离卖空，放弃一切卖空交易带来收益的机会吗？这倒没有必要。

投资启示

- **要谨慎进行卖空。**卖空单只股票是有风险的，即使是专业投资者也很难控制好风险。因此，进行空头交易需要极其小心谨慎，这是因为卖空存在无限的潜在损失，虽然你遭受的损失会受限于你的投资规模，但是股价可能会永远上升。

- **远离拥挤的空头交易。**空头净额每月被报道一次，你可以在《华尔街日报》和《巴伦周刊》（*Barron's*）等很多报纸的股票板块中看到。一般来说，超过流通的浮点数的 10%~20% 的股票就被称为“空头”，这时发生空头轧平的可能性非常大。警戒线具体来说是 10% 还是 20% 取决于流通股的数量与日交易量。例如，通用电气公司有 100 亿股流通股，它的平均日交易量达到了 2 亿股。这样一来，即使有 20% 的浮点被卖空了，也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能发生空头轧平。

- **不要忽视空头净额比率。**同样非常重要的是，空头净额比率会告诉你所有的仓位回补需要多长时间。该比率是通过计算划分空头股票在 30 天之内的平均日交易量而得出来的。例如，如果有 200 万股空头股票，并且每天的交易量是 20 万股，那么空头净额比率就会告诉你需要 10 天来回补整个空头净额。而如果空头净额比率达到 5 或者更高，就有可能发生空头轧平的现象。事实上，由于技术交易者往往非常悲观，他们会把这看成是一种股票上涨的迹象。然而，相对于那些认为空头净额比率是 3 或者更小就是股票下跌的投资者来说，这些技术交易者还不够悲观。

- **高空头净额不具有决定性。**高空头净额的存在并不意味着交易不会实现。但是，股票份额很有可能会发生巨大的变化，并且如果发生空头轧平的话，追加保证金的要求会迫使投资者不得不回补仓位。Crocs 这样一个引领时尚的橡胶鞋制造商，其空头净额曾一度达到了浮点数的 40%，其间发生了多次空头轧平，迫使投资者不停地回补仓位，但是，那些能够耐心等待交易好转的投资者从每股 70 美元的股价最终等到了以每股低于 2 美元的价格进行交易。

- **让空头仓位小于多头仓位。**如果空头仓位对你不利，它们很快就会变成更大的仓位。这就是为什么在空头仓位中保持能量比在多头仓位中保持能量更难的原因。而如果多头仓位对你不利，它就会贬值，在你的证券投资中所占的比例也会下降。另外，糟糕的多头也会导致追加保证金的发生。

- **相信出现问题的迹象，明显的事情并不意味着它们不是真的。**保时捷公司明确表明了它要收购大众汽车公司的意图，但是默克尔和其他投资者却不相信。对于公司来说，合并是非常有意义的，因为这样一来两家公司就可以共享技术、生产商甚至是追溯到 60 年前的遗产。

- **寻找刺激因素。**在卖空之前，你需要确定一个会导致股价下跌的具体的刺激因素以及出现这一刺激因素的具体的时间框架。如果你进入空头仓位仅仅是因为察觉到股票超值，那么你就可能会遭受到损失。因为股票价格的动量会使它的价格变得更高，就像我们在 1999 年亲眼目睹的科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技泡沫一样。很多卖空投资者在泡沫破裂之前就会完成采取行动了。因此，一定要有一个明确的刺激因素使你的评估合理化。

- **卖空之前要先犹豫一下。**尤其是对于拥有有限的投资组合的个体投资者来说，最好是等到在发起空头仓位之前持有股票的公司出现一些破裂的迹象时再卖空。尽管这种迹象偶尔不会准时出现，但是总体上来说这是一个相对较好的风险策略。

- **降低损失的可能性。**下面是一个降低空头交易损失可能性的清单：

    - 检查当前的空头仓位。理想的情况是尽可能要低，最好是低于 10%。
    - 只卖空那些具有较大市场规模且资本充足的公司的股票，这些公司通常不可能被收购，而它的股票贸易则具有很大的流动性，例如像沃尔玛这样的世界最大的零售商。
    - 明确诱使股票持有者卖掉他们持有的股票的一个具体的刺激因素。
    - 评估公司当前的状况。如果关于某家公司的股票信息都是消极的，而实质上它的股票却已被销售一空，那么可能该公司最糟糕的情况也不过如此。有关这种股票会持续下跌的观点实际上可能是一个上涨的迹象。你需要记住的是，黎明之前是最黑暗的。

- **利用斩仓原理。**当以特定的价格进行交易时，如果你此时斩仓就会自动关闭仓位。它通过在你做决定的过程中转移注意力，从而限制你的损失。而默克尔就是太情绪化了，不然他可能不会遭受那么大的损失。以下这一点值得再重复一遍：市场可以保持非理性的时间永远要长于你保持偿付能力的时间。

- **你在做空头交易，那么谁在做多头交易？**当卖空股票时，要意识到谁在做多头交易，也就是交易的竞争者。了解他们在想什么，从而知道自己的投资出现了哪些错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

| 忠告 10 |

不要把钱丢进不透明的黑匣子

戴维斯精选顾问公司董事长 克里斯托弗·戴维斯

一说到“保险”这个词，大多数人都会不停地打哈欠，并且脑海里浮现出这样一个画面：一个身着灰色西装，头发也呈灰色，或许还有些灰色思想的保守老套的人在向别人唠唠叨叨地推销定期保险、终身保险和房主保险，等等。保险这个词有史以来一直被隐喻为迟钝的意思，容易让人联想起英国作家狄更斯的作品《疯狂店员》中在发霉的办公室里钻研着精算表的那个人。而有些人之所以记得华莱士·史蒂文斯（Wallance Stevens），并不是因为他的诗歌，而是因为他是保险公司的副总裁。人们对诗歌和保险在一个人身上能够共存这种状况感到非常惊讶，因为毕竟这两者似乎相差甚远。

克里斯托弗·戴维斯（Christopher Davis）是戴维斯精选顾问公司（Davis Selected Advisers）的董事长，这是一个家族性的投资顾问公司，监管 600 亿美元的客户资本。它似乎和保险公司有着一样的形象——虔诚、灰色、固执和无聊。至少这是戴维斯对他的祖父在 1948 年被任命为纽约州保险主管这件事情进行一番充满感情的评论之后给人们留下的印象。保险主管的职责就是负责对纽约州所有的保险公司进行监督，而从戴维斯所说的来看，他的祖父所做的工作“似乎不是一份很高级的工作”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴维斯的祖父谢尔比·卡洛姆·戴维斯（Shelby Cullom Davis）是位具有传奇色彩的投资者。他从所有的那些虔诚的、灰色的、保守的、无聊的保险公司的股票中抓住了投资机会，将10万美元的赌注转变成8亿美元的财富。或许戴维斯的祖父之所以能发现这些机遇是因为他擦亮了双眼看到了保险市场的前景。他接受过国际关系和公共政策方面的相关培训，在1948年美国总统大选期间曾负责为托马斯·杜威（Thomas Dewey）撰写演讲稿，并且当杜威在竞选中输给了杜鲁门后，被授予纽约州保险主管一职作为安慰。华尔街一向不受理保险股票，因为它主要关心亏损的部分，尤其是相关政策规定要关注公司由于高额的销售成本和佣金而形成前一年的亏损的账单。然而，他目光长远，意识到了保险可以给自己带来有保障的、稳定的而且是终生的收入。于是，他开办了一家专门投资保险股票的经纪公司，将自己的资本投资在一些股票上，他由此变得非常富有。谢尔比对投资保险股票有自己的见解和法则，他的口头禅是“无聊是美好的”，这一口头禅也成为戴维斯家族传统重要的一部分，恩赐了戴维斯家族三代人。

即使是最敏锐的目光在60年之后也会变得浑浊。克里斯托弗·戴维斯是戴维斯家族的后代，也是当前最有能力的华尔街最成功的价值投资者之一，他或许已经忘了被人们看作无聊古板的保险事业在他祖父的眼里却是如此美好，但这并不让人感到惊讶。

在戴维斯的故事中，正如大多数人所了解的那样，美国国际集团（American International Group, AIG）已经不是他祖父所在时代的那家保险公司了。其实美国国际集团和戴维斯的祖父在经营证券投资时所购买的保险公司没什么相似之处。当戴维斯开始大规模地投资美国国际集团时，已经是21世纪了，这家公司也已经成了世界上前所未有的最大的、扩张最快的、最具吸引力的联合保险企业。实际上，它是那么的庞大，那么迅速地扩张着，从而使得戴维斯或其他任何一个人都不能彻彻底底地了解整个公司，也没有人能确切地知道这家公司的运作系统究竟在运作什么。美国国际集团就像一个黑匣子，它的工作特性虽然有明文规定，也有文件证明，但是人们却难以说明它是如何完成其工作的。而最终，美国政府不得不拿出2 000亿美元的巨资，来解开这个秘密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴维斯所犯的价值亿万美元的错误的根本原因不是美国国际集团的股票与戴维斯家族所喜爱的保险股票之间存在差异，而是他不知道这些差异是如何出现的。尽管他看不到黑匣子内部的情况，但还是把自己的钱投入了其中，结果遭受了巨大的损失。

"保守派"

很明显，传统的事物对戴维斯家族来说很重要，原则也不例外。一说到戴维斯家族，"保守派"这个词就会立即浮现在人们的脑海之中。作为一个投资经理，你应该对信任你的那些人负起责任来，因为他们的财富掌握在你的手中。因此，权衡一家公司的好坏通常是看其管理者创造价值的能力，而不是单纯地看这家公司的股票价格的高低。在进行长期投资时，人们会把钱投资给那些高品质公司。金融公司所寻求的不是贴现率，而是要记住每一个人都是顾客，只有卓越的管理才能制胜，并且它们还应该要创造出大量现金，以便能返还给那些和你一起投资的股东。

谢尔比·戴维斯（Shelby M. C. Davis）即谢尔比·卡洛姆·戴维斯的儿子、克里斯托弗·戴维斯的父亲，将上述这些原则正式运用到戴维斯家族的公司当中。谢尔比·戴维斯的事业是从他在纽约银行的工作起步的，在那里他成了自亚历山大·汉密尔顿之后最年轻的副总裁。1966 年，他成立了自己的付费投资管理公司，并于 1969 年将其业务拓展至非机构顾客，成立了戴维斯纽约风险基金（Davis New York Venture Fund），而这项基金在其儿子克里斯托弗·戴维斯的管理下，已经成为众多基金中的佼佼者了。

事实上，克里斯托弗·戴维斯起初并没有进入家族企业，或许这是由于他太过熟悉这一行业而想要尝试新的事物。戴维斯家族的孩子都接受过投资方面的相关教育，正如建筑师的孩子知道托梁、绝缘，律师的孩子了解合约的语言和司法程序一样。谢尔比·戴维斯指派自己的孩子们为那些不断壮大的公司写调查报告，例如耐克、苹果及类似的公司，每撰写一份报告他会付给他们 50 美元。这是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个很好的机会，不仅可以让他们明白公司是如何运转的，也可以让他们学会如何做调查研究，而他们所做的调查研究的意义超越了年度报告，在挖掘信息方面也比投资关系部门做得更为深入。后来，当戴维斯最终进入家族企业时，他发现自己在调查研究方面的确十分在行。但是，他首先必须丰满自己的双翼。

年轻时的戴维斯进入了庄严肃穆的圣安德鲁大学（St. Andrew's University）学习，这所大学成立于 1413 年，它是英语世界里第三古老的大学，也是苏格兰最古老的大学。在那里，他进修了神学和哲学，曾考虑过加入教会成为一名牧师，不过最后他只是成了一名神学院的学生，并且搬到了巴黎。颇具讽刺意味的是，正是在巴黎，在苏格兰东海岸阴冷的冬天过后，彩色电影迅猛发展起来，戴维斯在这里再次和商业世界发生了联系，他发现商业并没有完全从他的精神生活中被分离开来，而他的宗教信仰可以指导自己进行商业实践。

于是，戴维斯回到了美国，并在波士顿的道富银行（State Street Bank）得到了一份工作，成了一位初级会计实习生，专心钻研数字专业知识。后来，他加入了位于纽约的坦那卡资产管理公司（Tanaka Capital Management），在这家享有盛名的私人公司中，戴维斯专门负责调查研究方面的工作，主要调查一些金融公司的情况。这份工作与戴维斯的父亲在他小时候给自己指派的任务有些相似—— 仅仅这一次，不是通过自己的努力，他因为在工作中的表现得到了大家的认可。

1989 年，戴维斯离开了坦那卡资产管理公司，正式加入了家族企业，同他的父亲一起为戴维斯精选顾问公司工作。和父亲一样，戴维斯也是用其他人的资本来学习商业投资方面的知识的，这是一个精明的策略。更重要的是，这意味着当年轻的戴维斯进入家族企业时，他已经不是一个没有经验的新人了，他不是凭借自己是老板的儿子的身份进入公司的，而是凭借自己的努力赢得了公司的认可。公司给他分配的第一项任务是弄清楚怎样将他的祖父的财产转变成家族企业的管理基金，最终他构造出一个管理基金的基本结构。1991 年，戴维斯的父亲创立了戴维斯金融基金（Davis Financial Fund），并交给戴维斯管理，这也是为戴维斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供一个证明自己有能力担任公司的重要职务的机会，如果戴维斯确实具有这样的能力的话。

事实上，戴维斯的确有一些基金管理方面的才能：戴维斯金融基金比戴维斯公司的其他基金运作得都要好。因此，戴维斯不断升职。如今，他和 1994 年加入戴维斯公司的肯尼思·范伯格（Kenneth Feinberg）一起领导着公司的投资管理团队，负责管理戴维斯基金，并且还是戴维斯纽约风险基金和精选美国股份基金（Selected American Shares Fund）的联合投资经理。

简单的保险业

保险的定义非常简单，因此保险公司的商业模式也非常简单。而《美国传统英语词典》中对保险的解释也同样非常简单，它将保险定义为“一种约束一方因另一方遭受既定损失而以保险费的方式提供赔偿的合同。”

正如这一定义中指出的那样，保险公司的运作是基于一种异常简单的商业模式：计算保险费——支付保险费——对风险作出回报。计算保险费的人被称为保险精算师。他们基于公司保险政策的宗旨，对潜在损失的发生概率和结果进行评估，不管这一保险是财产保险、意外事故保险和人身保险，还是一些以深奥的商业理念为基础的保险，如伦敦劳埃德保险公司的理念是为“电影观众在看电影时因过度发笑而死亡”的情况提供赔偿。精算师基于大量的数据样本进行分析和预测，以便在一定程度上减少犯错误的可能性。只有极少数的专业人员能够做到符合老套的要求，而那些在人们的印象中通常戴着有绿色帽檐的帽子，拿着笔夹子，戴着一副厚厚的眼镜，穿着背带裤的精算师，在这一点上通常不会令人失望。

当精算师完成了他们的计算工作之后，保险公司会利用购买保险者所付的保险费进行投资。通常，他们会将这些资金投资给一些较为安全的金融工具，例如政府债券和高利率企业债券等以获取利润，而他们最终获取的利润往往超过了精算师预测的任何损失。

虽然保险公司有严格的规则和自己的风险管理系统，但是也会经常遭受损失。保险评级公司 A.M. Best 是非常著名的保险信誉评定公司。根据这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家公司的调查结果，1969—2007 年，有 1 023 家财产及意外事故保险公司以破产告终。其中负债最多的公司是忠诚保险公司（Reliance Insurance），它在 2001 年破产时累计负债达 22.7 亿美元。然而，大多数保险公司的破产是相当微不足道的，有些公司是因为其他公司运用了它的保险政策被挤垮的，还有些公司是因为需要本国政府支付保险基金。

美国国际集团并没有走向倒闭之路。但那是因为美国政府不愿意让它倒闭——“一旦倒闭就损失太大了”，而且这家公司所涉及的领域远远不止保险业。这就是问题的所在，保险业只是这家公司的副业，而不是主业，况且美国国际集团也脱离了保险公司的核心，脱离了简单的运行模式。另外，这家公司还代表其他投资者，冒着违约的风险利用从次级抵押贷款中获得的保险费进行投资，并为这些抵押贷款提供保险。最后，该公司也投资衍生工具，这是风险最大的金融工具，因为这些工具是举债经营的。

总之，所有的这些投资都让原本简单的公司和简单的商业模式变得复杂起来。

无处不在的责任感

本书反复提到的管理基金不仅仅关于选择股票和监视股票的表现这样的问题，也关于投资哲学和投资风格一类的问题，同样也关于执行投资风格的原则一类的问题，还关于塑造投资风格和驾驭投资法则的价值一类的问题。从投资风格和投资原则方面来看，戴维斯家族的基金公司进行的是典型的价值投资：公司将其 80% 的净资产用于购买稳定的、管理良好且资本实力雄厚的公司的证券，它通常在这些公司不怎么受公众青睐时以价值价格购入证券，并长期拥有。例如，在戴维斯纽约风险基金中，平均每项投资会持续 4~7 年。尽管似乎价值引导着一切，然而从戴维斯所坚持的信念可以直接得知，当涉及管理人们的财产时，身为财产管理者的职责就会使他具有一种责任感。戴维斯的信念影响了公司的运作模式，也影响了他自己的行为方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以在戴维斯在非商业领域中的行为和他的业余爱好中发现其在进行管理时具有的责任感。他一直致力于保护一片对他来说非常珍贵的区域的土地和环境。这片区域就是位于纽约市中心南部的哈得孙河流域，戴维斯是哈得孙高原土地信托公司（Hudson Highland Land Trust）的总裁，和风景哈得孙土地信托公司（Scenic Hudson Land Trust）的委托管理人。他也被任命为美国自然历史博物馆董事会成员。除了为许多其他的非营利性及倡导型的组织服务之外，2006 年戴维斯还被任命为华盛顿邮报公司董事会的成员，除非他有正直廉洁的品德且为自己赢得了管理财务非常谨慎的美誉，否则是很难获得这一职务的。

在商业领域，戴维斯同样具有强烈的责任感，这也是让他和他的公司脱颖而出的地方。例如，戴维斯将自己公司的投资和客户的利益紧密相联。正如公司的网站上所说的，“戴维斯家族、职员和管理者都是戴维斯基金最大的股东，他们与客户一道，投入了将近 15 亿美元。”而使得这一联盟具有特殊意义的则是戴维斯声明公司董事会应该由独立的管理者们组成，或许在一个家族企业中这一点显得尤为重要。事实上，在精选美国股份基金的管理者中，有 3/4 以上是独立管理者，在 1994 年时，他们主动而迅速地解雇了来自肯珀金融服务有限公司（Kemper Financial Services Inc.）的基金经理，而精选美国股份基金是唯一一个实施过这种措施的大型基金公司。

10 年之后，戴维斯的公司的董事会做出了一项惊人的举措。对嘉信理财集团（Charles Schwab & Co. Inc）不受欢迎的管理规则提出抗议。这一规则向那些通过该公司购买精选美国股份基金股票的股东收取额外的费用。戴维斯利用比嘉信理财集团的交易平台更低的费用，设置了股份类别。他相信，如同他在给投资者的信中写到的，“如果我们对这些服务收费却不给客户们提供服务，那就是我们的失职。”这是戴维斯谨慎管理投资者的财产的另一个例子。

戴维斯拒绝对自己的价值观作出妥协并不意味着他的基金管理业绩不佳。总的来说，自从戴维斯精选顾问公司于 1969 年成立以来，以 10 年为一个滚动周期，其获得的回报超越了标准普尔 500 指数。而由戴维斯直接管理的金融基金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从全面启动以来，1991—2007 年平均每年都会获得 16.4% 的回报率。而在这期间，标准普尔 500 指数年平均回报率仅为 11%。

投资美国国际集团

我们很难获得有关戴维斯家族何时开始投资美国国际集团的记录。如果询问戴维斯家族企业的股东服务部门，那么你就会被告知戴维斯基金自从它于 1972 年面向社会首次公开募股时，就已经拥有了美国国际集团的股票。这种表述不太正确，因为美国国际集团事实上是在 1969 年上市的，这一年恰好也是戴维斯的父亲创立纽约风险基金的那一年。但是，不管这项基金是在 1969 年还是 1972 年开始持有美国国际集团的股份的，在戴维斯为家族企业效力之前，公司和美国国际集团的友好关系就已经维持了 20 年了，对其制度也有了深入的了解。他一直致力于为戴维斯家族的企业和美国国际集团继续维持这种关系并最终有效地增加了纽约风险基金对美国国际集团的所有权，最终戴维斯家族企业所持有的美国国际集团的股份成为了公司最大的股份之一。

“保险”这个让人联想到“虔诚、灰色和无聊”的词语并没有出现在美国国际集团的名字中。虽然它总是对外界宣称自己是一家保险公司，正如该公司的网站上所示“世界领先的保险组织”，然而这并不意味着几乎掌握了所有的调查方法的戴维斯精选顾问公司不知道美国国际集团已经进入了多种其他的商业领域。事实上，戴维斯绝对可以弄清楚这一切。1990 年，美国国际集团购买了国际租赁金融公司（International Lease Finance），这也算是当时发生的一件大事，美国国际集团为此花费了 13 亿美元。而这一行为也彻底泄露了它已经脱离了简单的保险商业模式的事实。毕竟，购买大型商业飞机，并把它们租赁给像美国航空公司和美国大陆航空公司这样的公司，会带来源源不断的收入，但是那比将购买保险者的保险费投资于政府债券的风险要大很多。

或许，当戴维斯投资保险业巨头时，他告诉自己他正在跟随祖父的脚步——不管这家保险公司是国际化的还是非国际化的，规模是大是小，它都是一家保险公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。或许戴维斯是受到美国国际集团在总裁兼首席执行官莫里斯·“汉克”·格林伯格（Maurice “Hank” Greenberg）的管理之下不断成长的速度和势头的感染，激发了自己的积极性。又或许他是由于格林伯格向非美国地区迅速扩张自己的公司，尤其是向亚洲这个他认为颇具发展契机的地区扩张的举动而深感震撼。不过，渴望到经济蓬勃发展的中国去发展自己的事业的人，不只他一个。许多基金经理都在朝着这个方向努力。作为一个金融股的投资者，戴维斯比他的同行们受到的限制更多。他的同行们可以投资消费公司和工业公司，但是金融股票的投资范围则比较小。他需要赶上市场的平均水平，也需要保持和可口可乐公司和耐克公司这样的企业竞争的实力。可口可乐公司主要以卖苏打水为主，耐克公司则主要销售鞋品。它们都走向了海外市场，例如中国，并为自己赢来了大量的新顾客。因此，亚洲这个美国国际集团进军的市场对戴维斯来说是一个能使公司迅速壮大的市场，也是一个不小的诱惑。

或许戴维斯认为美国国际集团仅仅比他的祖父和父亲以前投资过的公司发展得更快，且不同于那些经营效益良好但仍显保守的保险公司。

不管是出于哪种动机，戴维斯拥有的时间可没有他拥有的财富多。在 2005 年之前，美国国际集团一直对戴维斯基金多种投资组合积极有效地运转起到了促进作用。然而，在 2005 年戴维斯选择将手中的筹码全部押在股票上，显著增长了他持有的所有基金的所有权，并在 2008 年时获得美国国际集团的最大所有权—— 他为自己的赛马能够赢得比赛下了赌注，而且还向董事会展示了一番。

然而，事实证明，在投资美国国际集团时，戴维斯选择了一匹其颜色与众不同的马，而这匹马选择了向美国国外奔驰的错误赛道，至于赛道上需要拐弯的地方它却并未看见。从美国国际集团的股票在 2005—2009 年的表现来看，戴维斯的这一赌注下错了。

戴维斯对于投资所了解的一切——深入的调研、“无聊是美好的”和管理原则等本应该告诉他这是一个错误的赌注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无聊是美好的

“更远高尔夫球场”（Morefar Back O’Beyond）是一个私人高尔夫球场，它位于纽约州布鲁斯特（Brewster）的一片森林中，面积达202公倾。从球场周围任何一条蜿蜒的道路上，你都无法看到这一有着18个球洞的球场。即使你有钱成为这个球场的会员，有钱付场地费，也不能到这个球场上来打球。正如美国职业高尔夫球协会（Professional Golf Association of America，PGA）的网站上的介绍，这个球场是“一家私人公司”。因此，除非你是这家公司的雇员或雇员的家人才能在这个球场上打球。

美国职业高尔夫球协会其实没有必要那么谨慎，现在人们都知道这家私人公司曾经隶属于美国国际集团—— 在格林伯格掌管美国国际集团时，他曾将这个高尔夫球场作为自己的私人运动场地。虽然2005年格林伯格被免职了，但他还是被卷入了和前公司的诉讼案件中，而这起诉讼案件相对于民事诉讼来说，更像是一场王朝战争，其战利品之一就是这个高尔夫球场，这是格林伯格作为斯塔尔私人保险公司（C. V. Starr）的总裁一直掌控在手中的。

这个高尔夫球场非常具有异国情凋。球场中散置了25尊雕塑，其中一尊被安置在一个沙坑中。球场的经营以严格的公司等级制度为基础，而不是与高尔夫相关。另外，在第14块绿地和第15个球座之间，埋葬着美国国际集团创始人科尼利厄斯·范德·斯塔尔（Cornelius Vander Starr）的骨灰，正是斯塔尔亲自指定格林伯格作为自己的继承人的。

高尔夫不是格林伯格擅长的运动，但这并无大碍。据说，“更远高尔夫球场”之所以叫这个名字是因为有位在斯塔尔工作的中国员工告诉一位前来问路的参观者，这个地方“更远”，所以这个高尔夫球场的名字和高尔夫是不是格林伯格擅长的运动没多大关系。但正是“更远高尔夫球场”使美国国际集团变成世界上最大的金融服务公司的，这在一定程度上是通过减少保险业务，加大其他商业活动来实现的。在作为首席执行官的光辉岁月里，格林伯格享受着职位给自己带来的福利，那是一段更为简单的时光，他可以乘坐直升飞机突然降临在“更远高尔夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球场”上，无须提前通知，也无须专门作出安排，在球场上打球的人们就会停下来，任何一个正准备发球的四人小组都会停下来，听从他的指示。因为他握有在任何时候进入该场地的权利。

他非常幽默风趣且很直率，他曾参加过第二次世界大战，由于作战勇猛，还获得了美国政府授予的青铜勋章，其所在的军队解放了德国达濠（Dachau）。他也是美国中央情报局和以色列情报机构摩萨德（Mossad）的秘密侦探，是杰出人物大卫·洛克菲勒和亨利·基辛格的好朋友。另外，他在艺术界和慈善界同样颇具影响力，也曾拒绝作危害自己的证词。他就是格林伯格。无论在风格上还是在情感上，你可以发现，他和戴维斯有着巨大的差别。在当时的纽约州州长埃利奥特·斯皮策对其进行商业诈骗调查之后，格林伯格被迫离开了美国国际集团。尽管所有对他的刑事诉讼最终都终止了，但是对于他的民事诉讼并未随之终止。作为斯塔尔公司的领导者，格林伯格持续着自己和他在美国国际集团的继承者们的战斗——首先是马丁·沙利文（Martin Sullivan），他娶了“更远高尔夫球场”经理的女儿。然后是爱德华·利迪（Edward Liddy），他实际上是被美国政府任命去审查倒闭公司的纳税人救助金的。

格林伯格认为，他的继承者们和公司的主管应该为美国国际集团的经营失败负责。2008 年 10 月，他向美国众议院监管和政府改革委员会（House Committee on Oversight and Government Reform）报告美国国际集团金融商品公司（AIGFP）的情况：

> 我在报告中曾写道有关我 2005 年离职后的 9 个月和离职前的 7 年间的债务抵押债券的信用违约交换的情况。此外，美国国际集团金融商品公司所报告的在我离职后的 9 个月内，大多数的债务违约交换都与我任期时的真实情况不符，结果那些债券被证明为都是次贷抵押债券。相比之下，在那 7 年间，只有少数的债务违约交换是次贷抵押。

在美国众议院监管证明人面前，格林伯格对《早安美国》（*Good Morning America*）的记者坦率地说道：“在我离开公司之后，我们所建立的所有适当的风险管理程序都被废除了，我无法对这一点作出解释。”这是一种虚伪的说法？也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许吧。但是格林伯格之所以这样说也许是因为眼看着自己的30亿美元的净值有20亿就那样消失了，而且他自己也被剔除在《福布斯》全球富豪排行榜前400位的行列之外，所以他心中埋藏着旁人无法理解的怨恨和痛苦。

扩大美国国际集团的规模，并将它转变成为全球巨头，这是格林伯格极力想要去实现的，甚至是在他指责的手指伸向别处时，他也会为此而感到高兴。他通过将美国国际集团的部门和参与的活动多样化来实现自己的这一愿望——除了做好保险业，还做好一些其他的行业，其中最引人注目的是飞机租赁行业、设在伦敦的金融商品公司，还有像债券信用违约交换的衍生品这样的金融工具。他对美国众议院内务委员会如此说道。

显然，由格林伯格建立的美国国际集团并不是无聊的。对于记者来说，格林伯格采取的行动是激动人心且十分有趣的，是他们笔下的好素材。但是，最令人感兴趣的是格林伯格的管理风格。这种管理风格说得好听是不妥协，说得不好听就是具有惩罚性的。在他掌管美国国际集团期间，也是他独裁专制地统治公司的时期，任何一位华尔街分析师对他的批判都会遭到他的反驳。格林伯格会打电话给那些冒犯了他的公司的首席执行官，或者以“炉边谈话”的名义召唤那些批判他的分析师们，希望可以在闲谈中讨论并修改分析师的调查报告中的错误。对于违反格林伯格的不成文的规定的惩罚就是把他们赶出公司，也很有可能意味着与其终止未来的保险业务，其中包括债券或者商业票据的销售，这两者都可以为投资银行带来可观的费用。而格林伯格的惩罚还波及自己的儿子们，他们也曾经被自己的父亲逼出了公司，虽然格林伯格不是故意这样做的，但这究竟是不是他坚强不屈的性格的副产品，我们也并不清楚。

当然，一切还是令人兴奋的，美国国际集团已经不再像一家保险公司了。无论是媒体或者个人都无法理解那些大肆扩张的深奥的金融工具到底有什么作用，它们又是如何发挥这些作用的。保险公司将自己转变成了世界上最大的飞机租赁机构，这似乎令人异常激动。人们认为，如果美国国际集团能够做到这一点，那么可能就没有什么事情是它做不到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有这一切都离那家原本稳定的保险公司很遥远。20 世纪 40 年代末期，那家公司曾让戴维斯的祖父为之着迷。他从投资中所发现的美好的一点就是，保险公司可以将自己所收的保险费拿来投资，投资于像评级为 AAA 的政府债券或公司证券这样的带息金融工具上。“无聊是美好的。”这一句话成了戴维斯的祖父的口头禅，因为正是无聊给他的投资带来了稳定的回报。和许多人一样，戴维斯已经忘记了家族的口头禅，而宁愿从格林伯格所创造的激动人心的事物中去发现美好，即使他并不知道那些美好是如何产生的。

美国政府借了1 800亿美元给美国国际集团

“美国国际集团的经济情况已经恶化了一段时间了，”美国联邦储备局主席本·伯南克（Ben Bernanke）解释道，“这是由次级抵押支持证券和信用违约交换所带来的实际损失和预期损失所导致的，而这两种金融工具都包含在美国国际集团金融商品公司的抵押贷款证券中。随着公司的可信度降低，寻求私营部门解决方法的努力也付之流水，美国国际集团面临着缺乏巨额的流动资金的压力及即将破产的恐惧。”伯南克在美国众议院金融服务委员会于 2009 年 3 月 24 日做出决定之前提供了这样的证词，因此美联储和美国财务部于 2008 年 9 月借给美国国际集团 850 亿美元资金。

这 850 亿美元仅仅是一个开始。在伯南克作证之前，这个金融实体所获得的政府救助金已经累计达到大约 1 800 亿美元。

美国政府之所以这样做是因为害怕美国国际集团会破产，并不是这家公司引人注目的扩张或者这一扩张所导致的失败引来了美国政府对它的干预。打击任性的企业并不是美联储和美国财务部的职责，它们不会像忍无可忍的父母一样去惩罚一个鲁莽的孩子。结果，是政策而非政府对企业父母般的关心成了备受争议的问题。因为正是那种引人注目的扩张和这场失败的赌博，最终演变成了一个对美国及全球都产生了影响的政策问题。

为了使美国国际集团成为世界上最大的金融服务公司，格林伯格和公司管理层允许非公司业务核心部门的金融产品部门进行举债经营，从而使得保险部门被分裂开来。然而，即使是在保险部门内部，美国国际集团也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误入了非传统风险的保险经营这个歧途。他们卖掉了预防复杂的金融工具违约的防卫工具，如信用违约交换这一抵御次级抵押贷款违约的信贷衍生产品，同时也增加了另外一个层面的不透明性和风险性。

格林伯格从来没有怀疑过美国国际集团已经不再仅仅是一家保险公司了。当美国国际集团濒临破产时，他将其原因归结于风险控制机制的解除，因为风险控制曾经在他的监管之下做得很好，而非公司的经营范围所带来的风险比好事达保险公司、美国州立农业保险公司（State Farm）和通用再保险公司（General Re）这样的正规保险公司更大这一事实，其中通用再保险公司由“股神”沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司所拥有。跟贝尔斯登公司和雷曼兄弟公司一样，美国国际集团也遭受了偿还房地产周期中的次贷抵押贷款和投资失败等方面的痛苦。

最终让美国政府决定采取措施对美国国际集团进行干预的原因，是美国政府害怕美国国际集团破产，一旦它破产了，那将是一场巨大的灾难。出于同样的原因，世界各地的诸多银行和共同基金也都借出上亿美元资金给美国国际集团。货币市场基金这个其价值超过 3 万亿美元的市场被人们认为可能是最安全的投资场所，因为他们所持有的资产是信誉度最高的证券，这一基金也持有美国国际集团的大量票据。如果这些银行、公共基金以及货币市场基金被迫在美国国际集团的文件上写下贷款的价值，那就将会冻结贷款市场，并且会带来比雷曼兄弟公司破产更大、更深远的影响。此外，即使美国国际集团的传统的保险经营子公司是独立于主公司之外的——许多规章制度对这一点都作出了要求，但它是否有能力付清索赔费用，还是一个问号。从本质上来说，美国政府别无选择，于是它采取了干预措施，累计对美国国际集团借出了高达 1 800 亿美元的资金。

“不再是祖父投资的保险公司”时间表

1972 年 戴维斯家族企业首次投资美国国际集团。

1991 年 戴维斯接管戴维斯金融基金的管理工作。

2005 年 戴维斯显著地增加了对美国国际集团的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007—2008 年 美国国际集团股价下跌。戴维斯再次增加了投资。

2008 年 4 月 戴维斯在采访中声称美国国际集团的多样化是它的优点。

2009 年 戴维斯承认对美国国际集团的投资是公司有史以来所犯的“最大的错误”。

THE BILLION DOLLAR
MISTAKE

错在哪里

戴维斯所犯的错误在于投资了一家如此巨大又如此复杂的保险公司，它就像一个黑匣子，让人无法理解，无法分析。对戴维斯来说，这个黑匣子的可见度太低。美国国际集团虽然是一个不透明的实体，但提供的却不过是一碗清澈的豌豆汤。尽管戴维斯最终承认了自己的错误，但是他的话语中并没有显示出他真正明白了自己犯下的错误的实质。

戴维斯在 2009 年写给投资者的信中，承认了对美国国际集团的投资是“在过去 5 年中犯下的最大的错误”。他说，其造成的损失整整消耗了公司总收益的 6%，“几乎是其他任何一次损失的3倍之多”。戴维斯将这次损失归因于分析错误，但是他说，他的分析之所以会出错是因为“对 3 个因素的错误评估”，而这 3 个因素即戴维斯所说的“金融管理的复杂性、金融衍生工具的举债和与市场价值挂钩的抵押品要求”。

我们很难对其中的任何一个因素进行辩驳。作为格林伯格的继承人，马丁·沙利文这位保险业的老手并没能完成拯救这个保险业只占据其一部分业务的巨型公司的任务。一旦次级抵押贷款危机突然爆发，那么所有与抵押证券相关的衍生品对公司来说都将会是一种灾难。这是因为危机的爆发使得公司必须将这些抵押品以市场均价售出，而这必将给公司带来更大的损失。但这些都是美国国际集团犯下的错误，而不是戴维斯所犯的错误。戴维斯在信中对投资者们的声明是对的，他的推论却是循环的。他所犯的错误不是美国国际集团犯了错误，他错在当初对美国国际集团进行投资。

事实上，问题的核心比戴维斯的分析更深奥。**他所犯的最根本的错误不是**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他投资的美国国际集团涉足于危险的金融工具，而是美国国际集团将这些危险的金融工具作为它核心的金融工具，自己却仍然伪装成为一家简单的保险公司。也就是说，美国国际集团已经变成了一家让戴维斯无法理解的公司。它让人厌恶之处在于它给人的视觉带来的模糊性与欺骗性。戴维斯能获得很好的声誉，是因为他的历史业绩以及让人信赖的洞察力，而不是因为他所出的分析，尽管他很擅长分析。美国政府曾指出，美国国际集团太大而不能倒闭。这也意味着，美国国际集团太大、太复杂、扩张太快，从而没有人能够真正看清其所有的面目。戴维斯认为，自己投资的是一家保险公司，然而实际并非如此。2007 年，戴维斯增加了对美国国际集团的投资，但他本应该明白美国国际集团已经变成了一个自己无法看清的黑匣子。

相反，戴维斯既没有意识到美国国际集团非保险公司的真面目，也并不是十分关心这一真实情况，他向这一糟糕的赌注妥协了。在美国国际集团的股票下滑时，他通过增加多项戴维斯投资组合的股份“抓住”了这个机会。在格林伯格因夸大公司收入而辞职的 3 年之后，2007 年一整年以及 2008 年第二季度，戴维斯坚持买入美国国际集团的股份。此外，汉克（Hank）继格林伯格之后被迫从该公司辞职，他的大儿子即威达信集团（Marsh & McLennan）的前任首席执行官杰弗里（Jeffrey），也因串通投标导致公司收入夸大而被迫辞职，马什（Marsh）则因小格林伯格的错误赔偿了 8.5 亿美元的罚款。

正是格林伯格的多样化扩张策略导致美国国际集团变成了一个不为人知的黑匣子。从那之后，所有的一切似乎都在将公司推入低谷，这一切在戴维斯致投资者的信中曾提到过。戴维斯抱怨马丁·沙利文“在财产保险和意外事故保险方面具有丰富的经验”，但在美国国际集团将其“业务和需要承担的风险”拓展到的新领域上“并不专业”，这也是戴维斯的循环推理中所指出的最核心的问题。问题的源头在于，公司的业务扩张和随之导致的风险的扩大使公司脱离了保险业，因此一个有经验的保险人不能有效处理公司存在的问题。

格林伯格是一个成功的首席执行官，这一点是毋庸置疑的。无论你怎么看待他的管理方式，在他 35 年的任期中，美国国际集团从一家默默无闻的公司转变成一家拥有 1 700 亿美元资产的公司。作为斯塔尔基金会（Starr Foundation）的董事长，他也使得斯塔尔基金得以迅速增长，从 1 500 万美元增长到 20 亿美元。因此，作为一个管理者，他给公司带来了无数好运和财富，这一点也是毋庸置疑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴维斯轻视自己所犯的错误，并将矛头指向格林伯格的继承人，却是有些狡猾虚伪的做法。马丁·沙利文的经验在于保险经营，任命他为美国国际集团的首席执行官，是为了保持美国国际集团仍是一家保险公司这一表象。很明显，他在接任这一职务时准备非常不充分，因为他所接管的不是一家保守的保险公司，而是一个多样化的金融帝国。这是戴维斯应该认清的另一个现实。回溯到1999年，你会将赌注压在NBA球星布伦特·巴里（Brent Barry）身上——迈克尔·乔丹的实际继承人，认为他会率领芝加哥公牛队再夺得6次NBA总冠军？或者说率领公牛队再获得一次NBA总冠军？绝不可能。巴里是一位非常努力的职业球员，而乔丹却是一位篮球天才。同样，马丁·沙利文只是一位普通管理者，却接手了有一大堆遗留问题的公司，如果和让巴里率领芝加哥公牛队夺得NBA总冠军来比较，他所做的准备就更少了。但是，他不具备胜任新职位的能力，这并不是戴维斯犯下的错误，而是因为基金经理没有看清这一事实，这是他们的失误。

只要美国国际集团的多样化扩张策略开始执行，它就将会加速公司的发展速度，使其达到令人难以置信的程度—— 一种超出保险公司发展的速度。又或许，如果所有的事物都向上发展，那么戴维斯可能会告诉自己，美国国际集团是一家极其成功的保险公司。但是，当公司的多样化业务加速公司的发展时，像金融衍生品这样的金融工具就会停止发挥作用，公司遭受的损失就将达到100%。

美国有句古老的谚语："如果它看起来像只鸭子，走路像只鸭子，叫声也像只鸭子，那它就是一只鸭子。"美国国际集团无论看起来、走路还是叫声都更像是一家对冲基金公司而不是保险公司。2008年4月，也就是在美国国际集团濒临倒闭时，在接受国际权威基金评级机构晨星的记者贾斯廷·富勒（Justin Fuller）的采访中，戴维斯和肯尼思·范伯格被共同问到关于对美国国际集团进行投资的问题。虽然这两人对被问到此问题显得有些不自在，但是他们都坚持自己的观点，认为该公司的多样化是其最大的优点，即使这一点被戴维斯称为"柔和的保险循环"。范伯格则更是高举多样化的旗帜，他称赞这家公司并不仅仅从事传统的财产保险业，还是一家涉足飞机租赁、资产管理和金融服务的公司。范伯格说道，作为一个投资目标，我们对它的金融服务"几乎一无所知"。**总之，戴维斯所犯的真正错误在于：如果你不知道自己所买的是什么，那么就不要买它。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

◎努力打探黑匣子的内部状况

调查是可以揭露美国国际集团的不透明度的。在某种意义上，该公司的不透明处其实是所有人都可以看得见的。例如，美国国际集团金融商品公司于1987年成立，这并不是一个秘密，就连其他被戴维斯称为“新部门”的成立也不是秘密。一个专业投资者并不需要请调查分析师去调查美国国际集团的多样化扩展策略和非保险公司的运营模式。应美国证券交易委员会的要求，美国国际集团留下了大量记录，其中包括公司进入其他行业的方法、其他行业所占公司业务的比例，以及相关业务给公司带来的利益和所耗的成本。你可以从美国国际集团这些年来的报告中任意拿出其某一年或某几年的财务报表等公开文件来研究，也可以从美国证券交易委员会的网站上与美国国际集团的网站上获得这些报告的信息，从中你可以发现公司运营的复杂性以及这些信息制造了一面似乎令人无法看透的复杂的金融之墙。而在某种意义上，你是可以看透这些信息的，那么还有多少是你真正不能看透的呢?

拿2006年来说，这一年是戴维斯显著地增加了对美国国际集团投资之后的一年，你也可以审查美国国际集团这一年的财务报表。当你详细审阅这些报表时，你最先想问的一定是为什么一家保险公司遭受的最主要的损失是在合成染料上呢?难道合成染料应该出现在一家保险公司里吗?

你还可能会在对比美国国际集团2004年、2005年、2006年这三年的金融服务的业绩分析图表时产生疑惑，尤其是对资本市场服务这方面的业绩产生疑惑——美国国际集团金融商品公司主要做的是信用违约交换这种晦涩难懂的金融衍生品的贸易。你也许想弄清楚为什么资本市场活动的收益从2004年的12.8亿美元增长到2005年的32.6亿美元，却在2006年遭受了1.86亿美元的损失?你也许同样会注意到在这些年里，资本市场的运营收入由2004年的6.62亿美元增长到2005年的26.6亿美元，却在2006年遭受了8.37亿美元的损失!

你可以进一步发现“资本市场运营的最主要的耗费是赔偿金”。2006年，也是美国国际集团遭受极大损失的一年，公司支付的赔偿金就上升到了5.44亿美元。为什么会是这样?你有充足的理由去发问，他们是在支付某笔损失吗?你也可能会想，如果美国国际集团将5.44亿美元赔偿给了交易者而不是受保者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么人们就会认为交易者是对这家公司来说最重要的人，这很好地暗示了美国国际集团已经不再是戴维斯的祖父曾经投资的那家保险公司了。

你可以去仔细审阅所有关于合成染料和资本市场运营的那些记录，也可以仔细考虑这些记录能够说明什么，然后再进行一番思考：我不明白为什么美国国际集团会从事这些业务。或许你会对自己说："为什么我会投资这样一家公司？它所从事的业务我根本就不明白，它的企业使命也远离了我所能理解的核心使命。"

并不是糟糕的管理、杠杆衍生品或者市场会计法则使得戴维斯出现了"评估错误"。事实上，这些年来，戴维斯精选顾问公司对美国国际集团的投资的详细审查已经向他们发出了警示信号。他们只是不知道，或者不理解他们投资的是什么。

他们因此必须切断和美国国际集团之间的联系。如果保险已经明显不再是该公司的核心业务，而他们仍然没切断和该公司之间的联系，那么他们也该在格林伯格被迫辞职时这么做。然而，戴维斯和范伯格偏偏选择了另外一条道路：加大对这家公司的投资力度，即使是在市场击败美国国际集团的普通股以及证券，而他们开始对其偿还能力感到担忧的时候。

那是一家他们无法搞懂的公司，是过去戴维斯的父亲曾经支付给戴维斯 50 美元的报酬要求其去调查并从中获得学习经验的公司，而不是他们要投资的公司，至少不是投资给这 10 年的美国国际集团。戴维斯对保险行业有深入的了解，懂得如何投资这一行业及这一行业为什么值得投资，他本应该发现这一点。当喜欢做调查的习惯遇见了黑匣子，是不能够单纯地说自己"不知情"的。而如果能远离美国国际集团，那么他们的情况也就会好很多。

投资启示

- **查阅年度报告。**如果你正在考虑投资一家公司，那么你最好查阅一下它的年度报告，尤其是要留意一下它的收益和成本。从了解一家公司是如何获得收益或者因何遭受损失的角度来说，相比于从市场营销人员的描述中获得信息，这是一个更好的方法。

- **对比业绩。**将目标公司的业绩和其他类似的公司进行对比。略微胜出的业绩可能归功于较好的管理方式或者更好的产品。而一个相对于产业平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均业绩的重大偏差可能就是一个信号，提醒你这家公司的管理方式具有很大的风险，或者是这家公司的核心业务并不属于它表面上所看起来的那个领域。

- **对过多的收益保持警惕。**过多的收益往往暗示着高风险。你要确信自己可以接受和忍受额外的风险。否则，请保持简单，尽量保守。

- **核查任何管理方式上的变化。**在投资之前请注意目标公司高层管理者的变化，其中包括重要部门的管理者。而目标公司的网站上也会提供管理者的个人档案。目标公司的商业模式越复杂，那么最重要的执行人员在类似行业中的良好的业绩记录就显得越发重要了。

- **调查作为投资目标的基金过去的股份持有情况。**在投资一项共同基金之前，不仅仅要调查它当前的股份持有情况，还要调查一下它过去的股份持有情况，以此来确保投资管理者没有进入一个他不擅长的新领域。

- **核查作为投资目标的基金中的杠杆工具。**美国国际集团陷入困境的原因有很多，其中之一是它所拥有的金融杠杆工具。你必须警惕这些杠杆工具的出现，如交易所买卖基金。不管是单个投资者还是共同基金的投资者，他们的投资组合中都可能包含有交易所买卖基金。有些交易所买卖基金借助杠杆的力量，使得包括标准普尔 500 指数在内的一些潜在的基金指数达到原来的 2~3 倍，或者借助其使业绩增长。但是，它们代表着公司把赌注押在市场走向上，而不是公司的调查成果上。虽然为了获得调查结果，你会付钱给共同基金经理。如果你想要将赌注押在市场的走向上，而不是押在一个投资经理的选股能力上，那么你最好选择指数型基金进行投资，其费用也会明显少很多。

- **核查投资职员的变化。**在投资一只股票时，请注意共同基金的投资职员的变化，尤其要注意具有关键地位的基金经理是否发生变化。共同基金公司拥有基金方面的业绩记录，是因为每个基金经理都有各自的营业额。这样一来，一旦新的投资团队创下的业绩超过了原有的收益，那么公司也会跟踪记录他们的业绩。例如，1969 年戴维斯纽约风险基金建立，20 年后戴维斯进入这家公司，负责这项基金的经营。虽然戴维斯延续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了公司非凡的业绩传奇，戴维斯家族的其他基金却并没有实现如此非凡的业绩。罗伯特·斯坦斯基（Robert Stansky）在管理富达麦哲伦基金（Fidelity Magellan Fund）时，从来没有达到过他的前辈对他的业绩期望。这些前辈之中就包括彼得·林奇（Peter Lynch），他在管理富达麦哲伦基金时，因其所创下的优秀的业绩而成为共同基金管理界声名显赫的人物。另外，需要注意的是，每个投资经理之间是有差别的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

| 忠告 11 |

别人推荐的不代表真理

麦道夫基金的投资者

诺尔玛·希尔（Norma Hill）在有史以来最大的庞氏骗局中损失了240万美元，也因此失去了退休之后的存款而难以实现自己想要度过一个安定的晚年的期望，这一切是因为她遇到了伯纳德·麦道夫。1988年，她才43岁便成了寡妇。因为就在两周之前，她的丈夫杰克·希尔（Jack Hill）突然去世，这对她来说，无疑是晴天霹雳。杰克·希尔在世时曾给麦道夫基金投资了25万美元，这笔钱是他从服务了多年的广告公司中获得的股份收益。他将其投资给麦道夫基金，这是因为他的家族中有几位成员都投资了麦道夫基金，并且推荐他也这么做。然而，杰克·希尔这个体格健壮而充满活力的人却在骑自行车时突发严重的心脏病离开了人世，留下诺尔玛和他们的5个孩子。

在杰克死后的几个星期，另外一个家族成员陪同诺尔玛来到了纽约西边的那栋口红大厦，这栋圆筒形的摩天大楼由菲尔普·约翰逊（Philip Johnson）和约翰·伯奇（John Burgee）这两位建筑大师设计，它是伯纳德·麦道夫投资证券公司（Bernard L. Madoff Investment Securities）总部的所在地。

“他人很好。”在诺尔玛·希尔见到麦道夫的21年之后，我们来到她舒适的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家中，坐在她的餐桌旁，听她这样讲述着。那是杰克·希尔生日的前一天，而诺尔玛对她逝去的丈夫的记忆仍然非常清晰。麦道夫是一个精力充沛且让人愉快的人。“他走出自己的办公室，来迎接我。我记得当时他将手搭在我的肩膀上，并且说他对我的损失深感遗憾。他说我不应该有任何的担心，一切都会好起来的。‘你不需要卖掉房子，’他说，‘孩子们可以上大学的，不用担心。’我还记得他又加了一句：‘但是，如果你觉得这一切仍然没有保障，不如把它们放入信贷违约掉期。’”

这位近 60 岁的充满魅力的优雅女性在回忆起这些时，面露苦笑。诺尔玛说她多希望自己当初听取了麦道夫最后的那一句而不是他一再的保证。

“从没有过任何的担忧”

那个时候，诺尔玛生活的前景似乎很让人沮丧。两个孩子在上大学，一个有智力障碍的儿子还在一家特殊教育机构里。另外两个孩子也马上要上大学了。她的目标就是让所有的孩子都读完大学，并还清房子的贷款，如果可以的话，她还想确保自己能够独立，在逝去的时候给那家特殊教育机构捐一笔钱，以对他们给儿子的关怀表示感谢。

诺尔玛承认，她在那时并且直到现在都不是金融领域的专家。那也就是为什么她想寻找一位专业的经纪人来帮自己投资的原因。如果你病了，你可以去找医生。如果你的车坏了，你可以去找修车技工。如果你想让自己的储蓄增长，你应该去找投资顾问。于是，诺尔玛找到了那家名声在外且值得信赖的投资顾问公司，以寻求着自己所缺乏的专业知识，还有谁会比那位拥有着诸多荣誉和证书的前纳斯达克主席、大学委托人和商学院的董事会成员更具经济专业素养呢？因此，诺尔玛将自己的钱和信任交给了麦道夫。她说，从那之后，“我从没有过任何的担忧”。

诺尔玛努力工作，还着房子的贷款，从投资中拿出一部分钱供孩子上学，并以存款将投资所需金额填补上。钱变得越来越多了。她每个月都会收到投资报告，也会收到像默克公司（Merck）和通用电气公司这样的优质股的交易报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺尔玛的事业也同时向前迈了一步。随着孩子们一个个都离开自己的身边，为了寻求一种“更小的生活方式”，她卖掉了家里宽敞的房子，买了一个只有原先的房子一半大小的舒适的小房子。这座房子坐落在一条僻静的巷道上，离乡村并不远，也方便到两个孩子上大学的纽约去。如今，她谨慎而又自豪地说，那座房子是她用自己和亡夫通过努力工作和勤俭节约得来的钱买的，投资麦道夫基金是为了未来做打算。事实上，无论何时，当她告诉别人自己把钱投给了麦道夫时，他们都会说她是如何的幸运。“他是华尔街的黄金标准，”人们会如此说道，“他是个杰出的人物，他总是如此关照投资者。”

多年以来，情况似乎确实是那样的。诺尔玛感觉，麦道夫基金投资者们例如她自己就像是一个大家庭的一分子，慈父似的麦道夫不收大家的费用是因为每一位家庭成员都享有“特殊的待遇”。2004 年，当诺尔玛所工作的公司被售卖之后，她也被迫提前退休。于是，她将自己从公司中获得的股份收益，也一并投资给了麦道夫。

如今，诺尔玛又面临着另外一个令人沮丧的困境：她必须找到一种可以让自己生存下去的方式。她认为首先得卖掉房子。“我必须决定自己将如何生活下去。”她说。但是现在，在她失去了一切的几个月之后，面对我们的采访，她承认道：“我觉得自己已经精神麻痹了，我感觉疲惫不堪。”

这是完全可以理解的。诺尔玛仿佛再次回到了从前的不幸之中。这种不幸不是她所持有的股份的损失所带来的悲伤，而是她难以相信自己连续做了两次错误的投资。她不会变得穷困潦倒，她有爱她的孩子来照顾她、拥抱她、安慰她，但她是一个珍惜自己生活的独立的女人，她不想让自己的自由受到侵扰，也不想在自由面前妥协。

诺尔玛的期望彻底地破灭了。而对她而言，这种期望曾显得那么重要。退休后，她本来可以享受一个有保障的晚年生活，为这一目标她也努力工作了一辈子。上天知道，这是她应得的，也是她可以实现的目标，但现在这一期望落空了。她单独拿出来投给麦道夫的钱累计起来原本可以帮助她的孙子们接受教育，但现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这笔钱已损失殆尽了。她本可以待在自己的家中，继续过着自己建立起来的生活，但现在这种生活也被打乱了。于是，她成了自己家附近女子监狱的教育项目的志愿者。她和自己的孩子及孙子们住在一起，并且会定期去看望在特殊教育机构中生活的儿子。当她将狗放在自己的膝盖上时，那是一只老年失明的搜救犬，她仍然会谈及自己的损失，但你从她的言辞中已经感觉不到过多的痛苦了。

诺尔玛并没有责怪那些向她的丈夫推荐麦道夫的人。正如她所说的，他们也遭受到了损失。但是，她也确信，他们和麦道夫一样都具有一定的责任，她对"麦道夫大家庭"产生了怀疑，尤其是怀疑麦道夫的妻子鲁思（Ruth），她质疑鲁思作为麦道夫的妻子，尤其是作为一个会计，怎么会不知道这个如此巨大且复杂的骗局。

诺尔玛也对戴维·弗里林（David Friehling）产生怀疑。戴维·弗里林是杰罗姆·霍洛维兹（Jerome Horowitz）的女婿，也是弗里林-霍罗威茨（ Friehling & Horowitz）这一小型公司的合伙人之一，这家公司被聘为麦道夫的公司的审计和会计。事实上，回溯到我们进行采访时的6年之前，诺尔玛曾被劝说放弃她合作了好几年的会计公司，改为与该公司合作，那样的合作似乎会对她的投资有帮助。麦道夫的公司每月给她发送月度报告和交易证明。当然，事实上麦道夫从来没有进行过这些贸易。尽管如此，每年到了交税时期，她都会花几个小时的时间翻阅这些文件，理清其中的交易行为，为她和自己的会计师召开的年度税务会议做准备。诺尔玛的嫂子也是一位麦道夫基金投资者，正是她告诉诺尔玛与弗里林合作会更加轻松的，弗里林从1991年以来一直在麦道夫的公司里做会计，可以直接获得公司总部的数据，这样一来，诺尔玛就可以不需要花费时间来理清这些贸易行为了。而弗里林也可以从相关系统中获得需要的数据报告，并打印出来。

诺尔玛试图了解了弗里林和他的家庭，甚至还参加了弗里林女儿的成人礼。但是，那些都是工作层面上的关系，而不是因为个人关系，是以弗里林对其客户的委托责任为基础的。说实话，诺尔玛觉得他是一个趾高气扬的傲慢之人。2009年3月，弗里林因为受到诈骗指控被逮捕，这也使得诺尔玛对弗里林没有好感，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而后来弗里林的无罪辩护看起来就像是一个交易的序幕，在这个交易中，弗里林将以合作来获得从宽处理，这更使得诺尔玛对他没有好感。他是麦道夫的同谋还是投资能力不足？诺尔玛对此并不确定。毕竟，正如她所强调的，她的前任会计为麦道夫基金的许多投资者工作过，也从来没有促使他们对他加以提防。她也指出，弗里林的合伙人霍罗威茨自己也是一位投资麦道夫基金的受害者，在麦道夫骗局中，他损失了终生的存款，变得一贫如洗，并且还因为身患癌症在麦道夫无罪辩护的那天死去。然而，诺尔玛厌恶这一天的原因却是，市场从 2008 年开始衰退，并且一直持续至 2009 年，这期间她不断地给弗里林打电话，表示很担心自己的投资，担心自己的未来。“不要着急，”弗里林总是对她这样说，“麦道夫知道他在做什么，你的那笔钱还好好的，没出什么问题。”弗里林是麦道夫的同谋还是投资能力不足？这是一个时刻处于恐慌中的人用疯狂来使得自己精神振作，还是这根本就是一个彻头彻尾的谎言？美国政府认定为后者，诺尔玛的疑惑也就此结束。

诺尔玛又一次亲自去见了麦道夫，这次他们之间并没有交谈。那是 2009 年 3 月 12 日，诺尔玛来到了美国纽约地区法院，在麦道夫的无罪答辩中见到了他，随后麦道夫被拘留以等待最后的宣判。他在诺尔玛面前就像身体萎缩了一样，不再是那个强壮得让她曾相信了多年的人。当麦道夫大声宣读自己的声明时，“他那单调的声音显得没有一点情感”。对于他，诺尔玛所有能够想起来的都是他那毫无节制的奢侈的生活，这些事物“毁灭了人们的生活”。她曾在某本书中看到，麦道夫花 6.5 万美元买了一套餐具，这使得诺尔玛看到了麦道夫身上比贪婪更可怕的东西。虽然她是一个女性，原谅与和解对她来说很重要，但是在那一刻，她觉得自己不会原谅麦道夫，不会原谅这个伤害了许许多多的人，只为自己能够比历代国王都更加富足的人。

是幸存者，而不是受害者

伯特·罗斯（Burt Rose）也持有与此类似的观点，他将麦道夫的行为视作一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种罪行。“还有什么能够比为了那些事物而出卖自己的灵魂更加罪恶的呢？”他举了个例子，“伤害所有的人就只是为了自己能够在昂贵的餐厅进餐”，或者能够拥有3栋房子或是一艘游艇，还有什么比这种行为更糟糕的呢？

罗斯是麦道夫骗局的幸存者中颇具发言权的一位，“不要称呼我们为‘受害者’。”他请求道。他接受了来自世界各地的新闻媒体的采访。他在《每日野兽网》（*The Daily Beast*）上写博客，他的名字登上了《华尔街日报》，而《纽约日报》、《棕榈海滩新闻》（*Palm Beach Press*）和《达拉斯晨间新闻》（*Dallas Morning New*）也提到过他。罗斯自然而然地因为这一系列的采访成了一个发言人。由于曾担任美国新泽西州李堡市（Fort Lee）市长，罗斯习惯了出现在公众面前。此外，在他担任市长期间也经历了一些特殊的事情。一个持枪黑手党向他行贿50万美元，他不仅果断地拒绝了这笔钱，而且将其举报给了权威机构，这个黑手党最终也交由法庭审判。这虽然使得他的生活充满了风险，但是也帮助警察确认了黑手党的几条罪名成立。对于35年之后的另一个罪犯，罗斯承认因为麦道夫而再次让自己走向了公众，这无疑是一种发泄，即使在这条路上他可以受到人们的广泛关注。在这次骗局中，他损失了500万美元，这是他45年来的全部积蓄。

事实上，罗斯和他的妻子都在麦道夫设下的骗局中遭受了损失。2003年，他们把钱投给埃拉兹·默金（J. Ezra Merkin）的阿斯科特基金（Ascot Funds）。虽然他们并不知道这一基金是麦道夫基金的一种联接基金。[1]几年之后，罗斯说，他曾打电话给麦道夫，为了投资麦道夫基金，罗斯找了很久才最终发现麦道夫在欧洲，也就是在那里麦道夫许可了罗斯作为他的投资者。“投资给麦道夫基金比进入哈佛大学还难。”罗斯对《华尔街日报》的记者如此说道。

罗斯恰恰在这两方面上都成功了。在哈佛大学，他接受了教育并获得了学位证书。然而，从麦道夫基金中，罗斯从来没有得到过任何分红，他从阿斯科特基金中还曾得到过一笔小额分红。用罗斯自己的话来说是“出于某种奇迹”，他并没有将一切都投资给麦道夫，但是他的确将自己的大部分净资产都投资给了麦道

① 2009年，默金被指控对其投资者故意隐藏从麦道夫得到高额酬金这一事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫基金，这也是他所承认的自己犯下的一个错误。他还承认，自己从来没有质疑过这项投资不会取得成功，他也承认“98%的投资者和他持有类似的想法”。他收到的月度报告显示了多样化的证券投资和一些优质股票，而且余额总是高于前一个月。“我什么也不明白，”罗斯坦白道，“我关注回报，呼喊‘哈利路亚’，我当时真的非常兴奋而并没有努力去理解它。”

跟诺尔玛一样，罗斯也不清楚自己真正理解了多少。他是一个很有悟性的人，曾经受过律师方面的培训，在华尔街担任过经纪人，做过政府官员，还曾是一位非常成功的房地产代理人。他知道自己没有充分理解21世纪早期蔓延全球的这些错综复杂的金融工具，因此他找到了这方面的专家，并且将自己的资金和信任统统交到其手中。“如果你被告知自己投资的是世界上最大的银行，你不会去想办法了解他们是如何进行交易的，”罗斯说道，“为此你进入了一家投资公司，但你并不能理解自己投资的每一只股票。”另一方面，他说：“我有大脑。我不是傻子。”他知道将自己的大多数的积蓄都投资给一家公司是不明智的。但他还是这样做了，而且如今他也为自己的这一做法付出了代价。事实上，这一教训使得罗斯对他的其他投资都持有小心谨慎的态度，并迅速开始对它们采取挽救措施。他说：“如果你对一种投资并不了解，那么请不要去对其进行投资。”

罗斯将自己视作一名债权人，他曾期待一旦有可能获得赔偿，自己可以获得遭受损失的20%的赔偿。他对那些投资同伴们的“权利意识”感到震惊，他们居然“还想要收益和利润，他们是外星人吗？”罗斯问道。他并不寻求紧急救助，也不认为那些从麦道夫基金中获得了分红的人们应该把那部分钱补上。然而，他真正想要的是能够减轻收益的税收，虽然这些收益从来没有实现过，这就是他年复一年地对美国国税局宣称的虚幻的“收益”。他发现了无论是州政府还是美国国家政府，在税收问题上都优柔寡断、犹豫不决，缺乏交流与沟通，他觉得这是“不能原谅的，也是不能接受的。”

跟诺尔玛不一样，罗斯并没有损失掉一切。“这个国家的大多数人仍然会认为我很富有，”他担忧地说，“当我看到那些年老的、虚弱的投资者最后连房子都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有了，甚至没钱去看医生时，我的内心就非常难受。那是相当可怕的。”很显然，他很感激自己没有变成那样。

让罗斯将自己视为“幸存者，而不是受害者”的不只是因为他不缺金融资源，还因为他与生俱来的一种适应能力。“我从来没有从物质层面上来定义自己，所以那对我来说并不算是一种创伤，因为我不以我拥有的东西来定义自己。”

也许那就是罗斯能够将麦道夫的骗局视作“在这个物欲横流的时代的胡作非为”的原因。对于麦道夫和他的妻子，不管法院作出怎样的宣判，罗斯都视他们为道德上的共犯。罗斯说：“他们所做的任何事都和钱有关。任何我所珍惜的事物，他们都将其卖给魔鬼以骗取钱财。罗斯提醒听众，但丁在《神曲》中认为地狱最后一层的冰湖是专门用来监禁那些背叛了爱和信任的人们的：杀害了兄弟的亚当之子该隐；行刺其恩人凯撒的布鲁图斯；为了 30 个银币而出卖耶稣的犹大，等等。罗斯说：“那也是麦道夫应该去的地方。他背叛了那些视他如子的人们。”

即使最后麦道夫的行径败露，他受到众人的斥责，他的名字也成了欺骗的代名词，但对于罗斯来说，麦道夫不仅不值得同情，而且也不可以销毁他的罪行。罗斯对麦道夫及其法律代表对认罪答辩的充耳不闻感到惊讶，麦道夫也参加了这次庭审。“当律师说道麦道夫‘在法国的小房子’时，你可以看到在座的各位投资者流露出的厌恶之情，那是很明显的。你不要说‘法国的小房子’，真的不要说。”那位律师不应该在投资者们面前这样说，麦道夫正是用投资者们的积蓄和证券，去买了法国的房子、佛罗里达州的房子、公园大道的阁楼、游艇以及大量其他昂贵的东西。

诈骗，又见诈骗

在麦道夫的骗局被识破之后的一个星期，一名纽约著名律师马克·德赖尔（Marc S. Dreier）所造成的另一个超级大骗局登上了各大媒体的新闻头版。德赖尔的罪行比麦道夫稍微轻一点，他没有像麦道夫那样掠夺慈善团体、寡妇和年老者的财富，但是他极其厚颜无耻的行为和对该事件保持缄默的态度，还有他与其同伙几乎逼真的演技也引起了媒体的关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“丰富多彩”一词本不能用来形容德赖尔的生活。德赖尔是一位波兰移民的儿子，他的父亲拥有一家连锁电影院。德赖尔从小生活在纽约的长岛（Long Island）。或许是因为父亲的职业，他才爱好影视。德赖尔从耶鲁大学毕业，并在哈佛大学获得了法律学位。在为几家知名公司工作过之后，1996 年，他创办了一家律师事务所——德赖尔律师事务所（Dreier LLP），其总部位于曼哈顿公园大道。这家高收益公司不断壮大，最终拥有 250 位训练有素且悟性极高的律师，他们分布于 5 个不同的城市。为德赖尔效劳的一个特别待遇就是，德赖尔可以对其律师事务所的财务和行政事务进行严密的监控，这样事务所的律师们就可以自由地去做他们喜欢做的事：专注于司法事务。

德赖尔所拥有的一切就是“公园大道”，他在曼哈顿有 3 座房子，在汉普顿有 3 座房子，在西印度群岛有两座公寓大厦，在加利福尼亚州的圣莫尼卡（Santa Monica）也有房子。他可以选择驾驶着奔驰、宝马或新款的阿斯顿马丁（Aston Martin）在自己的这些房子之间自由往返，也可以坐着黑森（Heesen）制造的“夫人海景”游艇（Lady Seascape）在这些房子的所在地间航行，这种游艇地球上仅仅有 10 艘，而这 10 艘游艇经常从曼哈顿或者圣马丁（St. Maarten）出发，这两个地方都有奢华的午夜派对。德赖尔在 2000 年离婚之后更频繁地出席这种午夜派对。

为了美化这种生活方式，德赖尔收藏了如大卫·霍克尼（David Hockney）、罗伊·里奇特斯坦（Roy Lichtenstein）、毕加索和马蒂斯（Matisse）等著名画家的杰作，其中还包括艺术家安迪·沃霍尔（Andy Warhol）所画的杰奎琳·肯迪尼（Jackie O）的肖像画。

后来证实，至少有 4 年的时间，2004—2008 年，德赖尔在经营一个天大的骗局，他向大约 40 家由美国国内最精明的投资经理管理的投资基金兜售伪造本票。简单地说，德赖尔散播了 3.8 亿美元完全虚构的对冲基金的债务。他让自己的同谋衣着得体地装扮成在慈善圈十分活跃的百万富翁，哄骗那些投资者购买他所声称的折扣投资，而实际上这些投资是一些已经遭受损失的投资者们抛弃了的。我们可以断言，他在这项计划中有时候也扮演了某些角色。事实上，在这场阴谋中，德赖尔扮演一名律师，其计划销售 3 300 万美元的伪造本票，他们把投资者约到一间事先计划好的办公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

室开始行骗。令人意想不到的是，真正的律师也到场了，并且提出了很多问题。那么，德赖尔的演艺背景可以作为他的掩护吗？

在被德赖尔扮演的角色所欺骗的投资者中，有3家是拥有几十亿美元的资产且备受好评的公司，它们是堡垒投资集团（Fortress Investment Group）、埃利奥特联合事务所（Elliott Associates）以及后来被黑石集团（Blackstone group）收购的一些对冲基金公司，其中有一个有所接触但是最后拒绝了投资邀请的投资者正是威特信基金管理公司的尼古拉斯·马奥尼斯。

德赖尔自己的公司似乎也持有3 500万美元的履约保证金。而这笔履约保证金丢失的那天正是德赖尔被捕的那一天，那天德赖尔公司旗下的250位律师得知德赖尔并没有为他们支付执法保险，他们的医疗保险也已经违约，而他们的薪水则遥遥无期。

像麦道夫一样，在监狱服役完之后，德赖尔可以于2009年5月在为自己辩护之前的保释阶段获得自由，实际上他被软禁在他在曼哈顿的公寓里，并被迫为自己的安全支付报酬。不管怎样，对于这两个觉得设计骗局如此容易，并且给他人造成巨大损失的人来说，审判之前待在家里的这段时光让人回想起麦道夫事件的受害者诺尔玛关于这个话题的评论，即"如果一个来自布朗克斯的人翻越了纽约地铁入口的十字转门，他将会腐烂在瑞克岛（Riker's Island）"，该岛是纽约一个名声狼藉的、拥挤的拘留中心。而这两个罪大恶极的"白领"却在用以诈骗来的钱购买的公寓里享受着舒适的生活。

2009年7月13日，德赖尔离开了公寓去服刑。法院判决他偿还投资者3.877亿美元，没收其个人财产7.46亿美元，并处以20年有期徒刑。如果按照德赖尔预期自己活到80岁的寿命来算的话，这个判决让已经59岁的他终生只剩下一年的自由时间。

罗斯说，听证会是一种"情感体验"。看到麦道夫被戴上手铐，他感到了"世界上存在着一种叫作正义的东西"。这场听证会没有改变任何事，正如另一个投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者说的，“它连一美分都没有归还给我”。但是，这似乎提醒了罗斯，宇宙有其固定的结构，“我们并不是由暴民统治的”。

虽然罗斯曾经与麦道夫通过电话，但这是他第一次亲眼见到麦道夫本人。罗斯回忆说：“他为我把一切都做好了，为了表达我的感谢，我想要把两张座位在前排的纽约尼克斯队比赛的季票送给他”。于是，罗斯拨通了麦道夫的电话。罗斯说：“我很荣幸他接了我的电话，毕竟他是一个大忙人。他很绅士并且非常低调。”麦道夫对罗斯想要送给他的礼物表示了感谢，但是他说自己有季票，让罗斯把季票送给别人。罗斯冷淡地说：“我那时不知道他是用我的钱去买的季票。”

罗斯说，当他在法院看到麦道夫时，“一切都变了。那是令人寒心的。他穿着与他的秃头不相称的价值上百万美元的西装走进来，看起来就像是一个要参加会议的商人，而不是要为自己辩护的被告。这是令人恐惧的。”因为最终这个故事并不是关于过剩的时代的，也不是关于背叛信任的，而是关于麦道夫的，“他是一位欺骗大师，这个庞氏骗局完全是他自己一手策划实施的。世界上没有任何人曾是他的联盟里的一员。仅仅看他的骗局规模，你不得不说他是一个天才，一个魔鬼般的天才。这个故事是关于该受到诅咒的麦道夫的，这就是整个故事。”

麦道夫基金投资者沦陷庞氏骗局 时间表

1988 年 杰克·希尔投资了麦道夫基金 25 万美元。在他死后，他的妻子诺尔玛经人介绍认识了麦道夫，麦道夫安慰她，并打消了她的疑虑。

1991 年 诺尔玛发现了投资经理的黄金标准，为了方便起见，她把自己的私人会计师换成了麦道夫公司的会计师弗里林。

2003 年 罗斯投资默金的阿斯科特基金。

2004 年 诺尔玛连续 16 年从麦道夫基金的投资中得到稳定的回报，并且将其中的一部分用于支付孩子们的教育费用，诺尔玛提前退休，她将从所在公司获得的收益都投资给了麦道夫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年 罗斯得到了允许，成为麦道夫基金的投资者，并把他大部分的净资产都投资给了麦道夫基金。

2008 年 随着股市的急剧衰退，诺尔玛求助于弗里林，弗里林向她保证："麦道夫知道自己在做什么。"

2009 年 3 月 12 日 麦道夫在法庭上为自己辩护，他在陈述实情时"毫无任何情感"，当时诺尔玛和罗斯都在场，罗斯觉得这场听证会"令人寒心"。

2009 年 诺尔玛损失了 240 万美元，这是本可以让她安心退休的全部存款，罗斯损失了 500 万美元，这是他 45 年来的全部积蓄。

反庞氏：一个必要的尽职调查大有帮助

2008 年 8 月，器械批发商亿万富翁汤姆·皮特斯（Tom Petters）在明尼苏达州大学进行的一场演讲中列举了四个核心价值，他说正是它们才让很多公司成为他的投资组合中的一部分，这四个价值分别是：谨慎、创新、谦卑和诚信。

两个月后，也就是 2008 年 10 月，皮特斯因四项罪名被捕并被美国联邦调查局控制——邮件欺诈、电报欺诈、洗黑钱和妨碍司法公正，这些与他自己提出的谨慎、谦卑和诚信的核心价值观相差甚远，尽管其中可能不乏创新。

皮特斯骗局在两个月后的全球经济危机和麦道夫的庞氏骗局成为头条新闻的情况下渐渐淡出了人们的视线，这是一个与众不同的庞氏骗局，但是根据控告，它让投资者损失了 35 亿美元，并且该骗局自从 1994 年就开始进行了。它操作的方式是，皮特斯和一名商业经纪人从投资者那里借钱购买货物，主要是从两大供应商进货。这些货物能够保证借贷的安全，并宣称会给投资者带来两位数的利息。

事实上，根本就没有所谓的货物，也没有供应商，只有一个虚假的公司名称和一个真实存在的方便员工把钱汇给皮特斯的办公室地址，这样他们就可以避免麻烦。为了实施这个精心设计的计划，皮特斯和他的同伙编造了一系列虚假的购货清单、销售账单、报表、证明和报告等，并出示了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些从小零售商那里买进商品，再以高价出售给像沃尔玛这样的大零售商的资料。所有的一切都是虚构的。美国联邦调查局指出，“成千上万亿”的钱财全部从虚假的供应商账户里转到了以皮特斯和他的公司为名义开的账户里。

皮特斯用这些钱过着肆意消费的生活。他拥有 5 栋房子、一个奢侈的护送车队和一艘价值不菲的轮船。他还买下了一家又一家企业，例如宝丽来、阳光乡村航空公司（Sun Country Airlines）以及许多其他公司，并持有房地产业、餐饮业和高科技创业公司的资产。他是一位慷慨的慈善家，尤其是在教育领域。

与麦道夫的庞氏骗局不同的是，皮特斯给投资者提供了更多的间歇。与此同时，他变化无常的背景中有一种让人悲哀的感觉，这可以让我们更好地了解他。而这也正是他与麦道夫不同的地方，麦道夫的动机至今都让人琢磨不透，他证明了无论什么都影响不了他。

相反，皮特斯向人们展现了他丰富多彩的个性。他是一个天生的销售人才，当他还是一个高中生时，他就开始向大学生推销立体音响设备了。他的父母得知后强制他结束了自己的生意。但是，当皮特斯成为一个大学生时，他又重新干起了销售。很快，他便辍学了，在一家电子产品零售公司工作。他找他的哥哥和一位朋友借了一笔钱，准备进行剩余商品的批发业务。据说，这个天生的销售人才最高兴的时候就是他在不确定那些商品是否能用的情况下欺骗消费者的那个星期。

在皮特斯看来，这也许对他似乎并不快乐的个人生活有所补偿吧。皮特斯离了婚，还曾经戒过毒。他留不住自己的生意伙伴，因为每当他违反合同时，他们就会起诉他。2004 年，皮特斯在意大利上大学的 21 岁的大儿子被谋杀。为此，皮特斯以自己的儿子的名义花了 1 000 万美元在其母校建立了一个领导力中心。

三年后，皮特斯的净资产达到了 13 亿美元，他在明尼苏达州大学里宣称：“一定要建立良好的人际关系，一旦缺乏信任你将无法生存，也将做不成任何事情。”如果这些声明都是来自一个庞氏骗局的策划者的话，那么这些话就将极具讽刺意味，在皮特斯事件中，就带有这种让人悲哀的讽刺意味。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此无论如何，我们不可能对他表示同情。

当一些在公司工作多年的员工再也承受不住压力，对皮特斯回报投资者的能力"失去信心"，并向美国的律师泄密时，皮特斯的游戏就结束了。与麦道夫的丑闻形成鲜明对比的是，皮特斯被关押在明尼苏达州的一座监狱里，并且不允许回到他在维扎塔（Wayzata）的豪宅，而麦道夫却可以暂时住在他在美国西部公园大道的顶层公寓中。

在皮特斯制造的这场灾难中，陷得最深的是各种不同的基金会，其中一位基金会的会长说，他们的基金已经失去"给慈善机构募捐"的能力了。这些基金中包括兰斯洛特投资管理有限责任公司（Lancelot Investment Management LLC）的 5 只基金，该公司是位于伊利诺伊州的一家对冲基金公司，它几乎把其全部的基金资产，大约 18 亿美元，都投进了皮特斯的公司。于是，兰斯洛特公司立即申请了破产，根据美国联邦调查局的调查，它成为了皮特斯事件中最大的债权方，还对皮特斯以及他的同伙提起了敲诈诉讼。但是，兰斯洛特公司却因借钱给皮特斯，被它的投资者控告，就像诉讼文件中所表述的，原告声称"兰斯洛特公司宣称的安全性恐怕是虚构的或者是骗人的"。里奇资本管理公司（Ritchie Capital）本来是一家"精明的"对冲基金公司，因皮特斯承诺支付超过 360% 的利息而被其吸引。也许银行支付的利息只有 2%~3%，该公司创始人塔尼·里奇（Thane Ritchie）已经猜到出了问题，并挽救了 2.75 亿美元的损失。另外，如果棕榈海滩融资伙伴公司（Palm Beach Finance Partners）提前做了一些基础研究工作，也许他们的损失就不会超过 10 亿美元。

就像皮特斯的辩护律师所说的，"这些人到底在想什么？难道他们没有被要求做一些尽职调查吗？"

是的，他们没有。投资没有捷径，尤其是在精明的投资中。

麦道夫事件从开始到结束一直在向我们发出预警信号。而皮特斯的阴谋向我们发出的预警信号是皮特斯的个性，我们可以从他的个性中看到一切。因此，为了避免重大错误，对投资目标进行尽职调查是很有必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定要谨慎

就像罗斯曾经说的，他自己的团队中有一个十分狡猾的人。那个人一直在利用人们的贪婪行事，但不一定是对于金钱的贪婪，而是对于舒适、拥有以及内心平和的贪婪。不管是经过深思熟虑还是出于本能，经过周密计划还是由于偶然，麦道夫在恰当的时机绝对精准地刺激了人们的需求。他会照顾你，说我们都是一家人。在很多情况下，我们的确都是同一群体的一部分：我们有共同的价值观、历史、种族和宗教背景。在这个“大家庭”里，没有什么令人恐惧的东西，也没有什么让人搞不懂的。麦道夫投资于大型的美国公司，且投资的是大家所熟悉的蓝筹股，其收益是颇为稳定的——没有大幅度的下跌，不会遭受巨大的损失，也没有什么人会出来捣乱。你不需要时刻注意着它，因为就像麦道夫告诉诺尔玛的一样，“从进入俱乐部时开始，一切都会进展顺利”。如果这就是投资者期望从投资中得到的，那么麦道夫承诺会帮助他们获得这一切。

狡猾的麦道夫迎合了一些富有经验的投资者的偏好，又准确地招揽了一批业余投资者，因为他销售的不是与金钱有关的东西。麦道夫购买游艇和别墅，而他销售的是一个关于舒适安逸的观点。就像是寒冷的冬夜里的温暖的火炉，是一个安全的庇护所。不管是诺尔玛还是罗斯都没有追求高于平均值以上的收益，他们认为稳定的收益来自于风险规避战略。这恰巧是麦道夫想寻找的投资者的类型。

当然，这是一个骗局。在麦道夫熟练的花招中，你不可能看到真相。虽然他怀揣着自己的野心过着奇怪的生活，但是他给所有俱乐部的成员以集体的温暖。尽管他每天冒着在高空走钢丝的危险策划了历史上最大的骗局，然而他给投资者们一个内心平和的承诺，这正是他成功维持这一骗局数年的原因。麦道夫触动了成千上万个投资者的心，即使他掏空了他们的钱袋。

在投资中，人们难以保持内心的平和。像麦道夫暗示诺尔玛的一样，除非在存款上你想要得到有政府保险证书的证券，否则你就不得不谨慎行事。而让每个人都忘记要谨慎的诈骗心理是投资的底线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺尔玛"对于投资从来不多想"，因为她知道自己不是专家。罗斯也是如此，因为麦道夫是他信任的朋友推荐的，他的信任建立在别人的信任之上。诺尔玛和罗斯都曾为成为俱乐部的精英而感到荣幸。他们到处炫耀自己在赚大钱，所以才允许自己没有顾忌地安心投资。

事实上，存在着这样一个问题：他们是因为信任麦道夫而不够谨慎吗？还是因为不想谨慎而信任麦道夫？

在麦道夫骗走投资者的钱之前，他干扰了他们的情绪。这是在这场骗局开始的时候，而在这之后，一切就变得容易了。

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

错在哪里

麦道夫的庞氏骗局彻底败露了，他也已经受到了应有的惩罚——长达 150 年的监禁。这个沉重的惩罚告诉了我们什么叫作"令人惊愕的警钟"。我们还不确定具体有哪些投资者参与了这项投资以及这场骗局究竟是怎样进行的，也许永远都无法彻底地搞清楚，是动机还是精神错乱或是其他的什么因素驱使麦道夫做了这一切。但是，我们真正担心的不是麦道夫本人，而是损失了几十亿美元的投资者们。从某种意义上来说，麦道夫骗局是深谙投资者心理的麦道夫进行的一笔颇为划算的投资心理交易。

一个令人不快的事实是，这场骗局曾经发出了预警信号，而且发出了很多次，这些信号也并非十分微弱。因为与钱有关的诡计很少能不被识破。

俗话说："天上不会掉馅饼"。这句话用来形容麦道夫骗局再贴切不过了。至少，麦道夫基金的投资者们应该做一些额外的尽职调查。而这些额外的尽职调查也许本已经说明了：天上不会掉馅饼。

事实上，那些天上掉馅饼的事情以折扣的方式出现了，比如说没有酬金，这对于每一个投资者来说都应该是一个预警信号。至少它应该使投资者们问个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么。为什么麦道夫与大多数基金经理不同，其获得的酬金只有佣金呢？这样的酬金结构背后往往是有原因的。当然，这件事情的“原因”只有在事实真相大白后才会变得清楚明了。

对于麦道夫而言，这是一种天上掉馅饼的酬金结构。而对于替他人投资麦道夫公司的专业投资者来说，这是一种富得让人难以忽视的酬金结构。在这些专业投资者中，有默金和他的阿斯科特基金以及菲尔费尔德（Fairfield）的格林威治集团（Greenwich Group）—— 一家资产管理公司，这家公司管理着 150 亿美元的资产。默金和菲尔费尔德在将客户的钱投给麦道夫的过程中，获得了上亿美元的酬金。这是为什么？他们得到如此多的酬金的原因是什么？这也是一个预警信号。

实际上，一个较低而稳定的回报率就应该提醒麦道夫基金的投资者要提高警惕了。投资本身就具有不稳定性，市场行为经常会违背逻辑，所以收获的回报很少是较低而稳定的。较低而稳定的回报看起来像是保持在危险线以下，这就像是一位纸牌玩家手中有 4 张 A，出牌时仍小心谨慎一样，这是因为他想以此来欺骗其他玩家，让他们感觉自己持有的牌很安全。而麦道夫实际上把他的纸牌一直贴近胸前，因此他的行为非常可疑。

人们争相成为麦道夫基金投资者的这个事实是又一个预警信号。“麦道夫俱乐部”的独特性给人们呈现更多的是其对市场的敏锐的洞察力，而不是尽职调查。用《华尔街日报》记者海迪·穆尔（Heidi N. Moore）的话来说，“投资麦道夫基金会有一个有关地位的问题”，它让人们成了公司的“棕榈海滩特派员”。不知为何，投资麦道夫基金就相当于在一家不能预订的餐厅吃饭。20 世纪 60 年代的尼赫鲁夹克是每个人似乎都必须拥有一件的，即使只有披头士乐队成员和美国著名演员小萨米·戴维斯（Sammy Davis Jr.）穿起来才好看。但并不是每一间难以进入的餐厅都有好的食物，而最终丑陋的尼赫鲁夹克不再流行了。我们则不得不被不朽的著名艺术家格劳乔·马克斯（Groucho Marx）的话所警醒：“我不在乎能否成为任何一个俱乐部的成员。”如果投资者们听了马克斯的话，他们就会问，为什么麦道夫基金的投资者如此与众不同？为什么成为俱乐部的成员要经过遴选？

在麦道夫看来，一个很简单的回答就是：被推举的成员会立即获得接纳，这样他们自然也就获得了信任。对于罗斯来说，因为看到俱乐部其他成员的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况，所以他认为借助任何可能的关系进入麦道夫俱乐部都是值得的。如果连大都会总裁弗雷德·威尔彭（Fred Wilpon）、好莱坞天才史蒂文·斯皮尔伯格以及诺贝尔奖得主伊利·威塞尔（Elie Wiesel）等都在这个俱乐部里面，那么你怎么可能不相信自己会赚钱呢？一个个大牌的存在，使信任就这样一直被传递着，直到没有人能记住他们的名字，也没有人会问这条线是从哪里开始的。对于一个非常简单的主题来说，这是一个精彩的结局：麦道夫需要钱去维持他的骗局和奢侈的生活。而那些投资麦道夫基金的高调的名人就像一块金钱磁石。一旦你让威尔彭、斯皮尔伯格和威塞尔等这些人都上了当，那么你就很容易吸引到像罗斯一样的人。而随着越来越多像罗斯一样的人嚷嚷着要进入你的俱乐部，你得到的钱也就会越来越多。这是另一个值得你提高警惕的信号。

当然，在回顾麦道夫骗局时，提出这些问题和敲响这些警钟是非常容易的，事后诸葛亮谁都会，因为事实已经完全呈现在你的眼前了。但实际上这些警钟早就敲响了。有一些个人和机构没有投资麦道夫基金是因为他们看不到供他们提前作出判断的透明度。另外一些个人和机构之所以没有对其进行投资则是因为他们怀疑这是一个骗局，其中有些人被那些低而稳定的回报搅得心神不安，还有些人则认为一些期权没有足够的交易量，所以无法实行麦道夫宣称的大盘股衍生品战略。

这些个人和机构当初就发现了这一点，现在证据显示出了他们的想法是对的，麦道夫曾试图遮掩或者隐瞒真正的事实。他找的客户都是一些在金融方面不是特别精通的人，雇用的员工也都是对于证券交易经验不够丰富的人。这表明他的目的是把自己的企业划分开来，避免其一部分的意图在另一部分中显示出来。简而言之，他故意这样迷惑大家，显而易见他成功了。

事实上，也有一些不相信麦道夫的人躲在幕后看着这一切。哈里·马克波洛斯（Harry Markopolos）就是其中一个。因此，美国证券交易委员会未能按照他坚持提供的报告行事就是不可原谅的。马克波洛斯曾屡次打电话给美国证券交易委员会，说麦道夫在策划着一个庞氏骗局。人们本应该听从他的警告，并采取一些行动，而不是只听不做。

尽管马克波洛斯是一位专家，有着一双充满智慧的眼睛，但并不是只有他怀疑麦道夫。2001 年，《巴伦周刊》上曾刊登过两篇希望引起广大读者对麦道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫提高警惕的文章，而这两篇文章没有起到警示作用是令人匪夷所思的，它们的语言非常朴素，并且意思清楚明了。那些怀疑麦道夫在设计骗局的机构，例如瑞士信贷集团（Credit Suisse）到处散播他们的怀疑，但是却显得苍白无力，尤其是对于诺尔玛而言，她认为任何服务大众的机构都有义务向大家说明他们的这种怀疑。马克波洛斯和刊登在《巴伦周刊》上的这两篇文章也许根本就没有人看到，而金融机构的专业投资者本应该在主流媒体上反复强调这一点。

尽管如此，预警信号一直存在。也许对于个体投资者来说，这些信号太过隐蔽，但它们是真实存在的。毋庸置疑，大多数人没有看到或听到预警信号或警钟的真正原因是他们不想看或者不想听。他们简单地选择逃避或者是被战略的复杂性所吓倒。不管怎么说，他们都被麦道夫的个人魅力所吸引，被俱乐部的独特性所吸引，也被回报所吸引。他们完完全全地相信了麦道夫。

这一切给骗子造就了一个天堂。

投资启示

- **不要把鸡蛋放在一个篮子里。**投资和资产分类都要保持多样化。很多精明的投资者都承认骗局是非常难被识破的，而多样性是最可靠的防御措施，即使它只提供了一部分的保护。

- **推荐人的选择不一定就是对的。**虽然某个你信任的人在投资某只基金、选择投资顾问或者对某家公司的投资上取得了成功，但是你自己的尽职调查是不可或缺的。这是因为你信任的人有可能与你对风险的承受能力不同，或者尽管他们主观定义自己的投资成功了，但是对投资却一无所知。因此，你需要做好所有应该做的调查研究，并且还要尽可能多做一些。

- **复杂的投资是为有经验的投资者设计的。**如果你是一个缺乏经验的投资者，那么你不应该进行那些复杂的投资。麦道夫的战略看起来简单，实际上却很不简单，而他也故意让其变得难以理解。只有知道该问什么问题，投资者才可以看穿麦道夫设下的陷阱。除非你足够了解应该问什么问题以及各种答案的深层含义，否则请远离像麦道夫这样的人，继续坚持投资互保基金（Fidelity Funds）以及它的一些基本的投资战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **确认情况。**一定要核查你所投资的基金公司的管理情况和交易系统的支持人员。谁在做调查？有多少人负责管理多少资产？公司的员工足够多吗？他们足够优秀吗？就像买房时要看看房内的设备一样，你需要与其中的一两名员工交谈一下，有个整体印象。问一下谁负责独立的法律、审计、会计以及投资管理公司的其他一些关键的职责。确定其规模和声望与公司的业务相符。弗里林 - 霍罗威茨公司在纽约有一个小办公室，只对其进行核查，不能被当作对麦道夫投资基金规模的一次合理的调查。

- **设立防火墙。**在你多样化的投资中设立一个安全保障和防火墙，雇用一些在投资方面较为知名的会计师，避免和一些与投资主管关系好的服务商交易，例如麦道夫和默金。

- **那些基金经理是披着羊皮的狼吗？**一定要记住，羊越是沉着冷静，骗局就越容易维持。麦道夫承诺投资者，他们获得的收益会是市场上的两倍，这很有可能会出现很多问题。但是，因为他又做出了一些很适中的预期，从而可以让他的阴谋持续得更久。

- **保持怀疑的态度。**不要相信不合理的结论。从来没有哪个投资战略可以跑赢市场，或者可以逃脱重大的市场变动。如果你的投资经理的调查结果显示的是相反的一面，那么这并不意味着你该高兴或者感到欣慰，而是一个需要做更深入的调查的信号。

- **这是一件可以确定的事？**千万要记住根本就没有可以完全确定的事。

- **谨慎。**最重要的是，谨慎是每个投资者必须要做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让错误成为最好的回报

我从来都没有犯过会损失数十亿美元的错误，也没有机会犯这种错误，但是在我的投资生涯中，我的确犯过很多错误。我追逐过动量股票，省略了必要的调查并且交易频繁，我的账户已经亏空了，但是我却仍不知悔改。

我曾经出于冲动而平仓，后来只好反过来让情绪驱使自己把同样的股票再买回来，并且认为这次我一定会赢，会赚大钱。这样就可以把这些股票展示给大家看。然而，根本就没有所谓的“展示”，因为没有人关心它们。股票是没有生命的，它们没有感觉也没有记忆。于是，我继续投资，视每一个投资决定为一个全新的决定。

我发明了一个方法来提醒自己不犯错误，这样我就可以仔细考虑每一个投资决定。这个方法是建立在一些旧方法的基础之上的，只需要用到纸和笔，虽然工具简单但它确实有用。

当我投资一只我和他人共同创建的对冲基金时，我把自己在投资生涯中犯过的错误全都记在一个笔记本上，也把从其他投资者那里得到的投资智慧都记下来。笔记本的封面是醒目的绿色，它就放在我书桌的右上方。这是因为我想一眼就能看得到它，就像手指上缠绕的细绳一样。事实上，我眼角的余光就可以扫到这本绿色笔记本，从而提醒我时刻谨记自己曾经犯过的错误，而且我还会时不时地把它翻开来看一看。

每当我总是重复犯同一个错误时，我就把它们记在一张黄色的便利贴上并贴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我的电脑显示器旁边，这样一来我就可以看到自己犯的错误并且重新安排交易活动了。而这些便利贴可以不只一次地阻止我犯错："噢，不，不要再那样做了。"

我就是通过这种方法来形成这本书提出的一系列观点的，因为我认为自己从错误中得到的东西比从成功中得到的要多得多。当然，错误是要付出代价的，这可能是我如此感激它们的一个原因。但是，我从本书的每一个故事中吸取的教训最后都被证明是有回报的。

我希望你也一样。让这本书中的故事帮助你认识到自己在投资中的错误，也许从你自己的错误和本书讲述的这些顶级投资者所犯的价值亿万美元的错误中得到的教训，可以让你成为一个更好、更成功的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

也许广大读者在看到本书的书名《亿万美元的错误》时，会有很多的疑问，例如，“此书到底是关于哪方面的知识？”“到底是什么事情导致了亿万美元的损失？”没错，这些疑问正是本书吸引读者的原因，而作者也是围绕着这些问题来撰写这本书的。

本书的作者在职业发展的道路上经历了一系列的曲折之后，最后选择投身于自己心仪的投资业，而他之所以选择这个行业是因为他一直以来对华尔街的向往。在此之前，作者在不断地探索追寻，从事过娱乐管理也当过税务律师，虽然这些行业不是作者最喜欢的，但是这些经历为他撰写本书提供了丰富的素材。此外，作者在金融业内最著名的投资银行如奥本海默公司和所罗门兄弟公司等都工作过数年，这也为他撰写本书积累了宝贵的经验。本书为大家介绍的是投资行业发生的真实故事，之所以说本书的视角独特是因为它不是一本从成功的案例入手，直接传授投资技巧的书，而是从反面出发，以一系列失败的教训让读者自己从中形成对投资的认识，进而总结投资技巧。

本书介绍了世界上顶级投资者失败的经历以及他们为此而付出的惨重代价，这些投资者有利昂·库珀曼和理查德·普泽纳等身家亿万的企业家们，涵盖了基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金、期权、期货、股票和债券等多方面的投资，可以说内容非常丰富。作者毫无保留地给我们剖析了每个损失惨重的投资者的投资失败细节，而且在每一章的结尾作者都提出了有关投资的一些独到见解。

本书的翻译历经三个月之久，过程艰苦却让我学习到不少东西。我在此要感谢在翻译过程中给予我帮助和支持的人，他们是阮仕辉、阮英才、李朵清、李汉峰、李娥英、魏源菊，还有武昌理工学院的诸位同事和中南财经政法大学的各位同学。除此之外，感谢关注本书翻译工作的编辑吴悦琳女士一路的指导以及湛庐文化给我提供这么好的机会。

最后，我衷心希望本书可以让广大读者受益匪浅，在享受阅读此书的愉悦感之外，可以很好地指导大家的投资实践活动，汲取别人的经验教训，从而实现自身投资收益最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湛庐文化 Cheers Publishing
与思想有关

著作权合同登记号
图字：01-2010-6469

《纽约时报》

只专注于个人理财并不是一个明智的选择。斯蒂芬·韦斯在本书中介绍了11位世界顶级投资者的投资故事，其中包括著名亿万富翁柯克·克科里安和明星基金经理理查德·普泽纳。韦斯聚焦于这些顶级投资者所犯的亿万美元级的错误，对所有投资者在投资中不要去做什么提出了忠告。

《巴伦周刊》

当一位伟大的投资者马失前蹄时，每个投资者都可以从中吸取诸多教训。鉴于此，斯蒂芬·韦斯深入地研究了华尔街传奇缔造者比尔·阿克曼、利昂·库珀曼和理查德·普泽纳等曾铸成的巨大投资错误。

约瑟夫·阿马托 纽伯格·伯曼资产管理公司总裁

《亿万美元的错误》非常清楚地证明，即便是世界上最成功的投资者也有可能酿成大错，而关键是犯错后要重新振作并且从中汲取经验教训。斯蒂芬·韦斯的这本书告诉我们怎样做到这一点。

杰夫·费纳 对冲基金分析师，哥伦比亚大学商学院教授

在我作为华尔街顶级分析师的35年生涯中以及教授零售股投资课程的12年中，这是我读过的最富趣味性和洞察力的一本投资类书籍。任何想成为更好的投资者的人都应该读一读这本书。

THE BILLION DOLLAR MISTAKE

Learning the Art of Investing through the Missteps of Legendary Investors

更多阅读资讯，
尽在湛庐微信平台

加入"庐客汇"，
与爱读书的人相遇

WILEY

上架指导：金融投资/

ISBN 978-7-300-2

9 787300 210216

定价：52.90元